



بسم الله الرحمن الرحيم

اعوامل المؤثرة في انتقال اثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر  
الأسعار في الأردن  
( 1985 – 2006 )

**Variables Affecting Exchange Rate of Foreign Currencies  
Pass – Through on Price Index in Jordan  
( 1985 – 2006 )**

أطروحة دكتوراه

مقدمة إلى قسم المصارف والمصارف الإسلامية  
كلية العلوم المالية والمصرفية  
الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية

إعداد

الطالب : مشهور هذلول بربور

إشراف

أ.د. عبد الحميد خرابشه

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الفلسفة  
في تخصص المصارف  
كلية العلوم المالية والمصرفية  
الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية

2008

## التفويض

أنا مشهور هذلول بربور

أفوض الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية بتزويد نسخٍ من أطروحتي  
للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها .

الاسم : مشهور هذلول بربور

التوقيع : .....

التاريخ : .....

بسم الله الرحمن الرحيم  
الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية  
برنامج الدكتوراه / قسم المصارف  
التاريخ: 2008/8/11

قرار لجنة المناقشة

اجتمعت اللجنة المكلفة بمناقشة أطروحة للدكتوراه للطالب مشهور هنلول بزيور من كلية العلوم المالية والمصرفية / قسم المصارف اليوم الاثنين الموافق 2008/8/11 الساعة الثانية عشرة ظهراً برئاسة الأستاذ الدكتور زكي المصراف وحضور أعضاء اللجنة السادة:

- |               |                        |
|---------------|------------------------|
| عضواً         | 1. أ.د. بشير الزعبي    |
| مشرفاً رئيساً | 2. أ.د. عبد خرابشه     |
| عضواً         | 3. د. عبد الله الجيوسي |

وبعد المداولة، توصي اللجنة بنتيجة:

تأجيل

اعتماد أعضاء اللجنة:

- |                        |
|------------------------|
| 1. أ.د. بشير الزعبي    |
| 2. أ.د. عبد خرابشه     |
| 3. د. عبد الله الجيوسي |

أ.د. زكي المصراف  
رئيس اللجنة

## الشكر والتقدير

الله الحمد والمنة أولاً وأخيراً الذي اعانني بالعلم والصبر والعافية على إتمام هذه الدراسة ، فالحمد لله حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه على نعمه ظاهرها وباطنها .

أتقدم بشكري وتقديري العميقين إلى الإنسان الأستاذ الدكتور عبد عبد الحميد خرابشه على ما قدمه من ملاحظات ونقد وتوجيه علمي أسهم في إغناء وإثراء هذه الدراسة فكانت كما أراد لها فالشكر له دائم وموصول .

كما أتقدم بشكري إلى لجنة المناقشة متمثلة بالأساتذة الكبار الدكتور عبد الله الجبوسي بشير الزعبي والدكتور زكي الصراف على ما قدموا من ملاحظات علمية قيمة أغنت هذه الدراسة .

وشكري الكبير لموظفي البنك المركزي الأردني على مساعدتهم القيمة التي قدموها لي وخص بالذكر الدكتور اسماعيل طراد مدير البنك المركزي فرع اربد والدكتور احمد المجالي من دائرة الابحاث والدراسات والسيدة مريم الحوراني أمينة المكتبة والأنسة نور تلجي من دائرة العلاقات العامة .

وأقدم بشكر خاص إلى الدكتور عادل بينو على مساعدته الخاصة لي في مختلف مراحل كتابة هذه الأطروحة والأستاذ طلال مرشدة لتدقيقه اللغوي للرسالة والأنسة شيرين موسى على جهودها في تنسيق وطباعة هذه الأطروحة .

**وإلى جميع الأصدقاء والأهل الذين قدموا لي العون والمساعدة  
ومن لا يشكر الناس لا يشكر الله**

الإهداء

إلى الذين أمر الله ببرهما وطاعتهما فقال جل وعلا :

وَإخْفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ  
وَقُلْ رَبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا

[ الإسراء (24) ]

..... إلى والدي الكريمين

إلى الذين ندعو الله أن يجعلهم قررة عيني في الدنيا والآخرة لقوله جل وعلا :

وَالَّذِينَ يَقُولُونَ رَبَّنَا هَبْ لَنَا مِنْ  
أَزْوَاجِنَا وَذُرِّيَّاتِنَا قُرَّةَ أَعْيُنٍ  
وَاجْعَلْنَا لِلْمُتَّقِينَ إِمَامًا

[ الفرقان (74) ] .

..... إلى زوجتي وأولادي

إلى الذين نرجو الله أن يجمعنا بهم في جنات خلده لقوله جل وعلا :

وَنَزَعْنَا مَا فِي صُدُورِهِمْ مِنْ غَلٍّ  
إِخْوَانًا عَلَى سُرُرٍ مُتَقَابِلِينَ

[ الحجر (47) ] .

..... إلى أختي وأخواني

## فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع	العنوان
		العنوان
أ		نقويض الأكاديمية
ب		إجازة الأطروحة
ت		الشكر والتقدير
ث		الإهداء
ج		المحتويات
خ		قائمة الجداول
د		قائمة الأشكال
ذ		قائمة الملاحق
ر		المخلص باللغة العربية
س		المخلص باللغة الإنجليزية
1	الإطار العام للدراسة	الفصل الأول :
2	- مقدمة	
3	- أهداف الدراسة	
4	- أهمية الدراسة	
6	- مشكلة الدراسة وأسئلتها	
6	- حدود الدراسة	
7	- مصطلحات الدراسة	
11	الإطار النظري للدراسة	الفصل الثاني :
12	المبحث الأول : العوامل المؤثرة في انتقال أثار أسعار الصرف	
32	المبحث الثاني : أنواع أنظمة الصرف	
62	المبحث الثالث :	

	العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الصرف	
<b>83</b>	<b>الدراسات السابقة</b>	<b>الفصل الثالث :</b>
84	- الدراسات العربية	
89	- الدراسات الأجنبية	
95	- ما يميز الدراسة عن غيرها من الدراسات	
<b>97</b>	<b>- منهجية الدراسة</b>	<b>الفصل الرابع :</b>
98	- قياس المتغيرات	
99	- المدى الزمني	
100	- أساليب جمع البيانات	
100	- نموذج الدراسة	
107	- فرضيات الدراسة	
108	- وحدة التحليل	
108	- أساليب تحليل البيانات	
111	- خطة الدراسة	
<b>112</b>	<b>نتائج الدراسة</b>	<b>الفصل الخامس :</b>
113	- عرض نتائج الدراسة	
114	- اختبار الفرضيات	
<b>127</b>	<b>مناقشة النتائج والتوصيات</b>	<b>الفصل السادس :</b>
128	- مناقشة النتائج	
134	- التوصيات	
136		<b>المراجع</b>
143		<b>الملاحق</b>

## قائمة الجداول

الرقم	المحتوى	الصفحة
1.	التوزيع الجغرافي للصادرات الأردنية والشركاء التجاريين الرئيسيين للأردن	48
2.	التركيب السلعي للمستوردات الأردنية خلال فترة الدراسة وحسب الأغراض الاقتصادية	52
3.	نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج القومي الإجمالي في الأردن لفترة الدراسة	53
4.	حجم الموجودات الأجنبية لدى البنوك التجارية الأردنية المرخصة	56
5.	معايير اختيار نظام الصرف الأمتل	60
6.	الأوزان المستخدمة لاحتساب أسعار الصرف الاسمية (NEER) وأسعار الصرف الحقيقية (REER) لشركاء الأردن التجاريين	78
7.	بيانات سنوية (1964-2006) لأسعار الصرف الحقيقية والاسمية في الأردن والهبات والتحويلات والانفتاح التجاري وموازنة الدولة	80
8.	نتائج اختبار Dickey – Fuller للاستقرارية	114
9.	اختبار Garnger للسببية	116
10.	تحليل مكونات التباين لأسعار الصرف الاسمية الفعالة	118
11.	تحليل مكونات التباين لعرض النقد	118
12.	تحليل مكونات التباين لمؤشر أسعار المستهلكين	119
13.	تحليل مكونات التباين لأسعار النفط	120
14.	تحليل مكونات التباين لمؤشر أسعار تجارة الجملة	121

## قائمة الأشكال

الصفحة	المحتوى	الرقم
33	آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام أسعار الصرف المرنة	1.
34	مجموعة العوامل الكلية المؤثرة على أسعار الصرف التوازنية في نظام أسعار الصرف الحرة	2.
38	آلية تحديد سعر صرف العملة في نظم أسعار الصرف الثابتة	3.
41	التوازن في سوق السلع	4.
41	التوازن في السوق النقدي	5.
42	التوازن في ميزان المدفوعات	6.
42	التوازن في ميزان المدفوعات بافتراض الحرية التامة لانتقال رأس المال	7.
43	التوازن في السوق السلعي والسوق النقدي وسوق الاحتياطات الدولية	8.
44	أثر التوسع النقدي في ظل ثبات سعر الصرف	9.
45	أثر التوسع النقدي في ظل أسعار الصرف المرنة	10.
46	اثر التوسع في السياسة المالية في ظل ثبات سعر الصرف	11.
46	اثر التوسع في السياسة المالية في ظل سعر الصرف المرن	12.
67	العلاقة بين أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار الأردني ومعدلات التضخم	13.
72	الهبات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	14.
73	حوالات العاملين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	15.
74	الانفتاح التجاري في الأردن كنسبة من حجم الناتج المحلي الإجمالي	16.
75	الموازنة العامة للدولة ( بدون المنح ) كنسبة من حجم الناتج الإجمالي	17.
80	أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار الأردني مقابل الدولار	18.
122	تحليل الاستجابة لردة الفعل	19.

## قائمة الملاحق

الصفحة	المحتوى	الرقم
143	تحليل البيانات الإحصائية	

## الملخص

### العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية

#### على مؤشر الأسعار في الأردن

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في انعكاس التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار المحلية في الأردن ، خلال الفترة (1985 - 2006 ) للوصول إلى تحديد أهمية تلك العوامل ، ودرجة تأثيرها ، وسرعة انتقالها إلى مؤشرات الأسعار المحلية .

ولتحقيق هذا الهدف ، قام الباحث بتقسيم الدراسة إلى جزئين رئيسيين ، خصص الجزء الأول للجوانب النظرية في موضوع العوامل المؤثرة في انعكاس التحركات في أسعار الصرف وأنواع أنظمة الصرف ، وأثر اختلاف هذه الأنواع على انتقال آثار أسعار الصرف ، والعوامل المؤثرة في تحديد أسعار الصرف .

في حين تناول الجزء الثاني من الدراسة ، التحليل الإحصائي المتعلق باختبار الفرضية الأساسية التي تضمنتها هذه الدراسة ، والمتعلقة بقياس أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن ، والفرضيات الفرعية المتعلقة بقياس أثر صدمة العرض والتي حددها الباحث بأسعار النفط ، وصدمة الطلب والتي حددها الباحث بعرض النقد على اثر انتقال أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن .

وبعد اختبار هذه الفرضيات إحصائياً ، باستخدام تحليل الانحدار الاتجاهي ( Auto Vector Regression VAR ) والذي يعد أحد الأساليب الإحصائية الحديثة لقياس المتغيرات الاقتصادية الكلية ، أظهرت نتائج تحليل إستجابة ردة الفعل ، وتحليل مكونات التباين وجود علاقة قوية بين اثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن ، وأن استجابة مؤشر أسعار تجارة الجملة للتحركات في أسعار الصرف كانت أكبر من استجابة مؤشر أسعار المستهلكين وذلك لرغبة المستوردين بامتصاص جزء من التحركات على حساب هوامشهم الربحية .

كما أظهرت نتائج التحليل وجود أثر ايجابي وقوى بين أثر صدمة الطلب وصدمة العرض ، على انتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشرات الأسعار المحلية في الأردن ، وإن التأثير خلال الفترة الأولى والثانية مستقر ، بينما تزايد الأثر خلال الفترة المتبقية .

كما أظهرت الدراسة أن عوامل الانفتاح الاقتصادي ، ودرجة التركيز السلعي للصادرات ، والتركييب السلعي للمستوردات ، واختلاف معدل التضخم المحلي عن المعدل العالمي ، وعدم مرونة الأجور والأسعار ، وتحركات رؤوس الأموال وتكامل الأسواق لعبت دوراً في سرعة انتقال التحركات في أسعار الصرف على مؤشرات الأسعار المحلية في الأردن .

وقد خرجت الدراسة بمجموعة من التوصيات ، من أهمها ضرورة اهتمام السلطات النقدية بتحديد قنوات انتقال آثار أسعار الصرف للعمل على تخفيض فاعلية آثار تلك القنوات والى ضرورة اعتماد أنظمة صرف أقل تشدداً من نظام تثبيت الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي .

## **Abstract**

### **Variables Affecting Exchange Rate of Foreign Currencies Pass-Through on Price Index in Jordan**

This study aims to examine the variables affecting exchange rate of foreign currencies pass-through on price index in Jordan, over the years ( 1985 – 2006 ), in order to identify the importance , the degree of effect and the transmission speed of these variables to price index .

To achieve this goal, the study extends the literature relating pass-through in two directions.

Firstly, related to theoretical framework, which describe the variable affecting exchange rate pass-through , exchange rate systems and variables determine exchange rate .

Secondly, is analytical framework, to trace out the main study hypothesis, that is related to measurement of the effect of exchange rate pass-through to price index in Jordan and partial hypothesis which discuss the effect of supply shock ( oil price ) and demand shock ( money supply ) on price index .

The result suggest, that the VAR model produce sensible impulse response function and variance decomposition for the main and partial hypothesis , especially for wholesales price index and in later periods .

In addition, this study outline a set of widely accepted variable, that had a sizable effect, to speed and transmission of exchange rate pass through in Jordan as economic openness, capital movement, wages and price mobility, export diversification and imports by commodity .

Finally it's important for the monetary authorities, to focus on the influence of transmission channels, to take a corrective acts when it's needed and while in practice there is a wide spectrum of exchange rate regimes , more attention need to take place in Jordan about these regimes .

# الفصل الأول

## الفصل الأول

### الإطار العام للدراسة

#### 1-1 مقدمة الدراسة : Introduction

يعد استقرار سعر صرف العملة من أولويات السياسة النقدية في مختلف الدول ، وذلك لأن هذا الاستقرار يعد أساساً لتوفير البيئة المناسبة للاستثمار ، وجذب المدخرات والمحافظة على استقرار الأسعار ، لذلك تسعى معظم الحكومات إلى انتهاج سياسات تهدف إلى ضمان استقرار سعر صرف عملاتها لتجنب دولها التقلبات الحادة التي تمر بها العملات من فترة لأخرى ، ويتعاطم هذا الدور في الدول النامية لأن معظم هذه الدول تعاني من انفتاح اقتصادياتها بشكل كبير ومن عجز أكبر في ميزان مدفوعاتها ، مما يجعلها أشد تأثراً بالتقلبات الاقتصادية الدولية ، وأكثر عرضه للأزمات والمشاكل الخارجية ، مما ينعكس سلباً على درجة الاستقرار المحلي فيها .

كما تتأثر الدول النامية بالإضافة إلى سعر الصرف بعوامل خارجية عديدة تنتقل من خلال ميزان مدفوعاتها تشمل ، ارتفاع أسعار السلع المستوردة نتيجة ارتفاع سعر صرف العملات الأجنبية مما يؤدي إلى تدهور شروط التبادل التجاري ، وتباطؤ معدلات النمو في الدول الصناعية ، وأسعار الفائدة الأجنبية الحقيقية ، وعوامل داخلية تشمل العجز المالي . وقد تؤدي هذه العوامل إلى زيادة العبء الواقع على عاتق السلطات المحلية للتكيف معها وفي نفس الوقت تحقيق الأهداف الداخلية للسياسات النقدية ، لتأثير تلك العوامل على تخفيض فاعلية السياسات النقدية (1) .

ورغم تباين الآراء حول جدوى وفاعلية سياسة أسعار الصرف خصوصاً في البلدان النامية ، إلا أن تلك السياسة تبقى إحدى أهم نصائح صندوق النقد الدولي للبلدان التي تعاني من اختلال في ميزان مدفوعاتها (2) .

ويعد الأردن من الدول النامية التي ترتفع فيها نسبة التجارة الخارجية\* ونسبة الدعم الخارجي ( قروض ومساعدات ) إلى الناتج المحلي الإجمالي ، فيعطي هذان المتغيران دوراً

<sup>1</sup> - النجاوي ، أروى خالد أحمد ، تحليل أثر المتغيرات النقدية على ميزان المدفوعات الأردني، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، 1992 ، ص 26 .

<sup>2</sup> - دوتاغوبتا ، روبا ، فرناندير ، غيلدا ، كاركاداغ ، وسيم ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف : كيف ، ومتى ، وبأي سرعة ، قضايا اقتصادية ، صندوق النقد الدولي الولايات المتحدة الأمريكية 2006 ، ص 15 .  
\* عُدت نسبة 40% للتجارة الخارجية من الناتج الإجمالي مقياساً لاكتشاف التجاري والتي هي ضعف نسبة 20% لمستوردات للناتج المحلي الإجمالي .

رئيساً في تحديد اتجاه نمو الناتج المحلي ودرجة الاستقرار الاقتصادي والنقدي فيه بالإضافة إلى عوامل أخرى كأسعار الصرف والتحويلات الخارجية (1) .

وقد أخذت السياسة النقدية تتبلور وفق المصالح الاقتصادية والأهداف التي تسعى الدول لتحقيقها ، وقامت كل دولة باستخدام الأهداف الوسيطة حسب نوع الصدمات التي تتعرض لها، وفي ضوء انتهاج الأردن لهذا النهج ، عمد البنك المركزي إلى ربط الدينار إما بعملية منفردة أو بسلة من العملات لضمان استقرار الدينار الأردني والذي يعد ضروريا لتوفير البيئة المناسبة للاستثمار ، بالإضافة إلى انعكاس أثر ذلك الاستقرار على حشد المدخرات الوطنية والمحافظة على استقرار الأسعار (2) .

إن إحدى القضايا المهمة والمرتبطة بأسعار الصرف ، هي آلية انعكاس التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية في دولة ما إلى أسعار السلع والخدمات المحلية في تلك الدولة.

من هنا فإن الباحث يسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على انتقال آثار أسعار صرف العملات الأجنبية ، لقياس هذا الأثر على مؤشر أسعار الجملة وأسعار المستهلكين في الأردن للفترة من العام 1985 ولغاية العام 2006 ، مستخدماً تحليل الانحدار الاتجاهي Vector Auto Regression ، ومن خلال تعديل نموذج ( McCarthy, 1999 ) ، لبيئة الاقتصاد الأردني .

## 2-1 أهداف الدراسة : Study Objectives

يعد استقرار أسعار السلع والخدمات وجذب الاستثمارات وزيادة حصة الدول من التجارة الخارجية أهدافاً تسعى معظم دول العالم لتحقيقها ، مستخدمة لذلك أسعار الصرف ، إلا أن ذلك يؤدي أحياناً إلى نتائج عكسية أو آثار غير مرغوبة قد تنتقل إلى التأثير على دالة الاستهلاك والأسعار لدى الأفراد والمؤسسات .

من هنا فإن الباحث يهدف من خلال هذه الدراسة إلى قياس انتقال أثر أسعار صرف الدينار الأردني مقابل العملات الأجنبية إلى مؤشر الأسعار والاستهلاك في الأردن من خلال :-

<sup>1</sup> - جرادات ، فريد سالم ، الانفتاح الاقتصادي الأردني وأثره على فاعلية السياسات المالية والنقدية ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، 1997 ، ص 42 .

<sup>2</sup> - فريز ، زياد ، السياسة النقدية والمصرفية في إطار المستجدات الاقتصادية ، محاضرة : جمعية البنوك الأردنية ، عمان 1999/11/20 .

1. تحديد العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية إلى أسعار السلع والخدمات في الاقتصاد الأردني ، وأهمية تلك العوامل ودرجة تأثيرها من خلال تحديد حجم وسرعة انتقال أثر أسعار الصرف إلى مؤشر الأسعار.
2. تحديد مدى فاعلية نظام أسعار الصرف الحالية في الحد من ارتفاع الأسعار ، أو جذب المدخرات والاستثمار والفائدة التي سيقدمها ذلك إلى صانعي القرار في السلطات النقدية لاتخاذ القرارات النقدية الملائمة .

### 3-1 أهمية الدراسة : Importance of Study

في ظل تبني الأردن لبرامج التصحيح الاقتصادي منذ العام 1989 والاقتصاد الأردني يشهد تحولات هامة في السياسات الاقتصادية والنقدية تمثلت في معظمها بتخلي الإدارة الاقتصادية للأردن عن سياسات الحماية ، وتشجيع الانفتاح على الخارج من خلال تشجيع الصادرات والتحول نحو اقتصاد السوق المفتوح بشكل مباشر . وقد أدت هذه التحولات إلى سلسلة من الآثار السلبية والتي زادت من العبء الواقع على السلطات النقدية لتحقيق الاستقرار النقدي ومحاربة التضخم الذي أفرزته عوامل خارجية لا يمكن تهملها .

فاستمرار الضغوطات على ميزان المدفوعات الأردني ( نتيجة تبني الأردن لبرنامج صندوق النقد الدولي في الإصلاح الاقتصادي والرامي إلى تحرير الاسواق ، وانفتاحها على الخارج ، وتشجيع الاستثمار الأجنبي ، وخصخصة القطاع العام ) يساعد على نقل الأثر المالي لميزان المدفوعات بحيث يؤثر بشكل مباشر على السياسة النقدية الداخلية .

ويتعاضد هذا الأثر بسبب تميز الاقتصاد الأردني بصغر حجمه وتأثره المباشر بالمتغيرات الاقتصادية الكلية داخليا وخارجيا . فقد أظهر مؤشر الانفتاح الاقتصادي والذي يعكس نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي ارتفاعا كبيرا إذ سجل في العام 2006 ما نسبته 110% من حجم الناتج القومي والبالغ ( 10.109 مليار دينار أردني ) كانت نسبة المستوردات منها 81% وبالتالي أهمية الدور الكبير للسياسات المالية والنقدية لمعالجة تلك الاختلالات والآثار الاقتصادية والاجتماعية لتلك السياسات على الأفراد والمنشآت على حد سواء .

كما يسبب كبر حجم المديونية العامة للدولة - الداخلية والخارجية - ضغطا على حجم الاحتياطات الأجنبية المتراكمة لدى البنك المركزي الأردني والتي يتأثر رصيدها بتغير أسعار صرف العملات الأجنبية . إذ بلغ رصيد الدين العام الداخلي في نهاية العام 2006 حوالي

2961 مليون دينار أردني والرصيد القائم للدين الخارجي الأردني في نفس العام حوالي 5186.5 مليون دينار أردني وما يعادل حوالي 51% من حجم الناتج المحلي الإجمالي . بالإضافة إلى أن هناك توسع ائتماني كبير يؤثر في كمية النقود المتداولة داخل الاقتصاد الأردني يؤدي إلى عدم توازن نقدي داخلي يعكس اختلالاً نقدياً خارجياً يؤدي إلى اختلال ميزان المدفوعات ويؤثر في أسعار الصرف (1) . وقد ظهر عدم التوازن هذا نتيجة قيام السلطات النقدية بزيادة الائتمان المحلي القاعدة النقدية بمعدل يفوق الطلب عليها مما ولد عجزاً في ميزان المدفوعات مساوياً لمقدار الزيادة غير المطلوبة في عرض الائتمان المحلي والقاعدة النقدية (2) .

وقد بلغ معدل النمو في الائتمان الممنوح خلال آخر ثلاث سنوات من هذه الدراسة وعلى التوالي 18% ، 25% ، 26% . في حين بلغ معدل النمو في الناتج المحلي بالأسعار الجارية ولآخر ثلاث سنوات وعلى التوالي 14% ، 10.7% ، 11.1% . ويعكس ذلك حجم الزيادة الكبيرة في الائتمان مقارنة مع حجم النمو في الناتج المحلي .

ويعتمد الأردن بشكل كبير على المساعدات الدولية الخارجية وعلى حوالات العاملين Grants and Remittance ( والتي تعد أحد مؤشرات قياس العجز في موازنة الدولة ) وقد بلغ صافي التحويلات الجارية للعام 2006 حوالي ( 1977.9 ) مليون دينار أردني وما نسبته 20% من حجم الناتج المحلي الإجمالي . ويعكس ذلك حجم تأثير هذه التدفقات على ميزان المدفوعات وانتقال أثر ذلك على المتغيرات الاقتصادية الكلية (3) .

كما كان لاستمرار التحولات الاقتصادية والانفتاح العالمي والذي جاء نتيجة التغيرات الهيكلية في بنية الاقتصاد العالمي وازدياد حجم تكتلات اقتصادية اقليمية مثل دول الاتحاد الأوروبي ( European Union ) ودول شمال أمريكا والمكسيك ( North American Free Trade Agreement ) وبروز اقتصاديات حديثة التصنيع في جنوب شرق آسيا سبباً في تنامي الضغط على اقتصاديات الدول الصغيرة وغير المندمجة في تلك التكتلات .

<sup>1</sup> - النجدوي ، أروى خالد أحمد ، مرجع سابق ، ص 18 .

<sup>2</sup> - الهنداوي ، حاتم فاعور قاسم ، ميكانيكية انتقال الأثر النقدي في الاقتصاد الأردني ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، 2000 ، ص 32 .

<sup>3</sup> - Sedik Tahsin Saadi- and Petri Martin , " To Smooth or Not Smooth – The Impact of Grants and Remittances on the Equilibrium Real Exchange Rate in Jordan " , working paper , No 06/257 , IMF, Middle East and Central Asia Department , USA , 2006 , p40 .

## 1-4 مشكلة الدراسة : Statement of the Study

تتبع أهمية الاستقرار النقدي من كونه أحد أهم الأركان الرئيسية التي تعتمد عليها الدول في تحريك النشاط الاقتصادي وتهيئة البيئة الملائمة للاستثمارات المحلية والخارجية ؛ لذلك فإن السلطات النقدية تسعى لتحقيق هذا الهدف من خلال الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار واستقرار سعر صرف العملة المحلية ، وتوفير هيكل أسعار فائدة ملائم ينسجم مع التطورات الاقتصادية المحلية وتطورات أسواق المال العالمية<sup>(1)</sup> . لكن في ضوء استمرار عجز الموازنة العامة للدولة واستمرار الاختلالات الهيكلية في ميزان المدفوعات وانكشاف الاقتصاد بشكل كبير ، فإن تحقيق الأهداف السابقة يشكل تحدياً كبيراً للسلطات النقدية لاتخاذ قرارات هامة ومصيرية أحياناً في تخفيض أثر انتقال أسعار الصرف إلى مؤشر الأسعار .

من هنا فإن هذه الدراسة تسعى لتحديد العوامل المؤثرة في انعكاس أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الاقتصاد الأردني .

ويمكن تلخيص مشكلة الدراسة من خلال التساؤلات التالية :-

1. هل هناك علاقة بين التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل الدينار الأردني وبين التحركات في الأسعار المحلية ؟
2. ما هي العوامل المؤثرة في انعكاس أثر تحركات أسعار صرف العملات الأجنبية على أسعار السلع والخدمات المحلية ؟ وما مقدار حجم وتأثير تلك العوامل ؟
3. هل أن تثبيت سعر صرف الدينار الأردني مقابل العملات الأجنبية يقلل من هذه الآثار ؟

## 1-5 حدود الدراسة Study Dissertation Limits

واجه الباحث أثناء إعداد وجمع بيانات هذه الدراسة ، العديد من الصعوبات منها :

1. تطبيق أنظمة صرف مختلفة في الأردن ضمن الفترة الزمنية للدراسة (1985-2006) ، فقد تم ربط الدينار الأردني بسلة من العملات ثم تم تعويمه وأخيراً تم ربطه بالدولار الأمريكي.

<sup>1</sup> - طوقان ، أمية ، توجيهات السياسة النقدية لعام 2003 ودور الجهاز المصرفي الأردني ، محاضرة : جمعية البنوك الأردنية ، عمان، 2003/3/11 ، ص 4 .

إن اختلاف أنظمة الصرف أدى إلى اختلاف في طبيعة البيانات اللازمة لإجراء التحليل الإحصائي مما تطلب جهداً مضاعفاً في إعداد البيانات لتعطي النتائج الدقيقة والصحيحة .

2. عدم تمكن الباحث ، من الحصول على بعض الدراسات المتخصصة حول قضايا اقتصادية ، تم أعدادها من قبل باحثين في صندوق النقد الدولي ، بسبب عدم نشر تلك الدراسات ، مما يضطر الباحث للإشارة إلى نتائج هذه الدراسات لأهميتها ، ضمن دراسات أخرى ، دون الإطلاع عليها مع الإشارة إلى ذلك .

3. معظم الدراسات المنشورة حول موضوع انعكاس أسعار الصرف هي دراسات تطبيقية ( working paper ) وعادة ما تعتمد أدبياتها على دراسات مماثلة ، مما أدى إلى الإشارة باقتضاب إلى الجانب النظري والتركيز على نموذج الدراسة والنتائج وعدم ربط النتائج بالنظريات المعروفة .

وهذا فرض على الباحث جهداً مضاعفاً في ربط نتائج الدراسات التطبيقية مع النظريات الاقتصادية .

## 6-1 مصطلحات الدراسة Study Terminology

للقوف على بعض المفاهيم الواردة ضمن سياق هذه الدراسة ، فإن الباحث سيسعى لشرح وتوضيح أهم هذه المصطلحات والمفاهيم بإيجاز لتحقيق الفائدة المرجوة من هذه الدراسة .

وهذه المصطلحات هي :

### 1- حقوق السحب الخاصة ( SDRs ) Special Drawing Rights

هي عبارة عن قيود دفترية تقيد لحساب الدول الأعضاء كل حسب حصته لدى صندوق النقد الدولي ، ويجوز استعمالها لتسوية المدفوعات الخارجية (1) .

وهي تشبه الذهب في أنه يمكن استخدامها كاحتياطي دولي ، وتختلف عنه في أن صندوق النقد الدولي يمكنه إضافتها متى دعت الحاجة لزيادة الاحتياطيات الدولية لتمويل التجارة الدولية والنمو الاقتصادي (2) .

(1)- شكري ، ماهر كنج ، عوض ، مروان ، المالية الدولية ، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق ، معهد الدراسات المصرفية ، الأردن ، 2006 ، ص 29 .

(2)- Mishkin, Frederic S, The Economics of Money Banking and Financial Markets, 5<sup>th</sup> ed., ADDISON WESLEY, USA, 1997 , P 518 .

## 2- سلة العملات Currency Basket (1)

تشكيلة من عملات دولية رئيسية ذات هيمنة في المعاملات التجارية الدولية .

## 3- العملات الرئيسية Key Currencies (2)

عملة قوية تستخدم كعملة ربط ( تثبت ) لعملات دول أخرى ، وعادة ما تكون هذه العملة لدول تشكل وزناً كبيراً في المعاملات التجارية الدولية .

## 4- السياسة المالية Fiscal Policy (3)

هي الإجراءات التي تتخذها الحكومات من خلال استخدام سياسة الانفاق الحكومي والضرائب لتحقيق هدف الاستقرار الاقتصادي .

## 5- السياسة النقدية Monetary Policy (4)

هي الإجراءات التي يتخذها مجلس محافظي البنوك المركزية ( السلطات النقدية ) للتأثير على عرض النقد أو أسعار الفائدة من خلال أدوات مباشرة وأدوات غير مباشرة .

## 6- الموجودات الأجنبية ( صافي ) Foreign Assets (net) (5)

تمثل الموجودات الأجنبية للجهاز المصرفي مطروحا منها المطلوبات الأجنبية على الجهاز المصرفي استنادا إلى مفهوم الإقامة . ويحتسب لكل من البنك المركزي والبنوك المرخصة من واقع الموجودات الأجنبية والمطلوبات الأجنبية الواردة في ميزانية البنك المركزي الأردني والميزانية الموحدة للبنوك المرخصة . ويذكر بأن المطلوبات الأجنبية للبنك المركزي تعدل لغايات احتساب صافي الموجودات الأجنبية بإضافة صافي رصيد عمليات شراء وإعادة شراء حقوق السحب الخاصة إلى المطلوبات الأجنبية الواردة في ميزانية البنك .

## 7- عرض النقد (1ع) Monetary Presentation (6)

النقد المتداول مضافا إليه ودائع تحت الطلب بالدينار الأردني لدى الجهاز المصرفي لكل من القطاع الخاص ( مقيم ) والمؤسسات العامة والمؤسسات المالية غير المصرفية . مضافا إليه ودائع المؤسسات المصرفية الأخرى تحت الطلب بالدينار لدى البنك المركزي الأردني فقط .

(1) \_\_\_\_\_ , Banking and Finance Terminology , 4<sup>th</sup> ed, American Bankers Association , USA, 1999, P105 .

(2)- Ibid, p 218 .

(3)- Bodie Zvi , Kane Alex, Marcus Alan J, Essentials of Investement , 5<sup>th</sup> ed., McGRAW – HILL , USA , 2005, p 388 .

(4)- Ibid , P 389 .

(5) البنك المركزي الأردني ، دائرة الأبحاث والنشر ، النشرة الإحصائية الشهرية ، المجلد 43 ، العدد 9 ، أيلول 2007 ، ص أ .

(6) المرجع نفسه ، ص ب .

## 8 - عرض النقد (2ع) Monetary Presentation<sup>(1)</sup>

يساوي عرض النقد (1ع) مضافا إليه شبه النقد ويعادل أيضا مجموع كل من صافي الموجودات الأجنبية وصافي الموجودات المحلية للجهاز المصرفي .

## 9 - احتياطي البنك المركزي من العملات الأجنبية Central Bank of Jordan Reserves of Foreign Currencies.<sup>(2)</sup>

النقد والأرصدة والودائع الجاهزة بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل ، وسندات وأذونات بعملات أجنبية ، ونقد وأرصدة وودائع بعملات أجنبية غير قابلة للتحويل مطروحا منه ودائع كل من البنوك المرخصة وغير المقيمين بالعملات الأجنبية لدى البنك المركزي .

## 10 - العجز / الوفرة الأولي Deficit / Saving First<sup>(3)</sup>

إجمالي الإيرادات والمساعدات الخارجية مطروحا منه إجمالي الإنفاق ( باستثناء مدفوعات الفوائد الداخلية والخارجية ) .

## 11 - ميزان المدفوعات Balance of payment<sup>(4)</sup>

سجل محاسبي يبين جميع المبادلات الاقتصادية التي تحدث بين المواطنين المقيمين محليا في تلك الدولة والمواطنين المقيمين في دول أجنبية أخرى خلال فترة زمنية معينة .

## 12 - الحساب الجاري Current Account<sup>(5)</sup>

يمثل مجموع الميزان التجاري وحساب الخدمات وحساب الدخل وصافي حساب التحويلات الجارية .

## 13 - الميزان التجاري Trade Balance<sup>(6)</sup>

يمثل الصادرات مطروحا منها المستوردات في ميزان المدفوعات .

## 14 - الصادرات Export<sup>(7)</sup>

تمثل الصادرات الوطنية ( فوب ) مضافا إليها المعاد تصديره .

## 15 - المستوردات Imports<sup>(8)</sup>

تمثل المستوردات ( فوب ) مستثنى منها مستوردات الجهات غير المقيمة .

(1) المرجع نفسه ، ص جـ .

(2) - المرجع نفسه ص ج .

(3) - المرجع نفسه ، ص د .

(4) - عوض طالب محمد ، التجارة الدولية نظريات وسياسات ، ط1 ، معهد الدراسات المصرفية ، الأردن ، 1995 ، ص

318 .

(5) - البنك المركزي الأردني ، مرجع سابق ، ص د .

(6) - المرجع نفسه ، ص هـ .

(7) - المرجع نفسه ، ص هـ .

(8) - المرجع نفسه ، ص ز .

## 16 - حوالات العاملين Workers Remittances<sup>(1)</sup>

يمثل جانب المقبوضات منها تحويلات الأردنيين العاملين المقيمين في الخارج والموجهة لغايات الإنفاق الجاري في الأردن ، ويتم تقديرها استنادا لنماذج الإبلاغ الدولية (ITRS) التي يقوم البنك المركزي والبنوك التجارية بتعبئتها بشكل شهري ( بيانات الدخل بالعملة الأجنبية للجهاز المصرفي ) . ويمثل جانب المدفوعات منها التحويلات للخارج من قبل العمالة الوافدة المقيمة في الأردن ، ويتم تقديرها بالاستناد إلى بيانات وزارة العمل حول العمالة الوافدة وإلى معدل التحويل الشهري للعامل الواحد .

## 17 - الادخار المحلي Domestic savings<sup>(2)</sup>

هو الناتج المحلي الإجمالي بسعر السوق الجاري مطروحا منه الاستهلاك الكلي ( العام والخاص ) .

## 18 - الادخار القومي National savings<sup>(3)</sup>

هو الناتج القومي الإجمالي بسعر السوق الجاري مطروحا منه الاستهلاك الكلي .

---

(1) - المرجع نفسه ، ص ز .  
(2) - المرجع نفسه ، ص ي .  
(3) - المرجع نفسه ، ص ي .

# الفصل الثاني

## الفصل الثاني

### المبحث الأول :

#### 1-2 العوامل المؤثرة في انتقال آثار أسعار الصرف

تمهيد :-

يعد تفسير سلوك سعر صرف العملة من القضايا الاقتصادية المعاصرة الحديثة والتي زاد الاهتمام بها في العقدين الأخيرين من القرن العشرين ، ففي ظل اقتصاد السوق وحرية تدفق رأس المال ، فإن سعر الصرف مهم في الربط بين الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية ، وفي توجيه الاستثمار في أصول هذه الأسواق ، وفي تخصيص الموارد وزيادة القدرة التنافسية للاقتصاد .

إن إحدى القضايا المهمة والمرتبطة بسلوك سعر الصرف هي دراسة آلية انتقال آثار التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية في دولة ما إلى أسعار السلع والخدمات المحلية في تلك الدولة ، أو ما يسمى بالأدبيات الاقتصادية بانعكاس أسعار الصرف ( Exchange Rate Pass - Through ) .

ويمكن تعريف انعكاس أسعار الصرف بأنها : العلاقة بين تحركات أسعار الصرف وبين تعديل أسعار السلع المتاجر بها (1) .

وقد أثبتت الدراسات أنه ليس بالضرورة أن تكون العلاقة بين تحركات أسعار الصرف وبين أسعار السلع تامة ( الانعكاس التام ) فقد تؤثر التحركات في أسعار الصرف جزئياً على أسعار السلع المصدرة ( الانعكاس الجزئي ) أو قد لا تؤثر نهائياً ( الانعكاس الصفري ) تبعاً لاختلاف العوامل المؤثرة في هذه العلاقة .

وبشكل عام فإن تأثير انتقال أسعار الصرف يعتمد على عوامل اقتصادية جزئية كالسياسات التسعيرية للشركات ، وعوامل اقتصادية كلية كمستويات التضخم ، وتركيبية المستوردات . وهذا يعني أن آلية الانتقال ومقدار تأثيرها سيختلف باختلاف ظروف الدول واختلاف القطاعات الاقتصادية كما أن عملية انتقال وانعكاس آثار سعر الصرف على أسعار السلع المحلية عملية مستهلكة للوقت ( أي يستغرق وقتاً لظهور آثارها ) .

---

<sup>1</sup> - Eiteman David K., Stonehill Arthur I, and Moffet Michael H., Multinational Business Finance , 10<sup>th</sup> ed., Pearson Addison Wesley , USA, 2004 , P. 141 .

ويمكن تقسيم الأدبيات حول هذا الموضوع إلى اتجاهين :

**الاتجاه الأول :** يحلل أثر انتقال أسعار الصرف في بيئة احتكارية إذ ركزت أدبيات هذا الاتجاه على هيكل السوق وسياسات التسعير للشركات الأجنبية . وقام الباحثون بتحليل انعكاس أسعار الصرف على أسعار المستوردات للسلع المختلفة وللقطاعات المختلفة على المستوى الجزئي ( Micro Level ) ، ومن الأمثلة على ذلك دراسة ( Yang , 1998 )<sup>(1)</sup> ، ودراسة ( Campa and Goldberg, 2005 )<sup>(2)</sup> .

**الاتجاه الثاني :** تناول تأثير انعكاس ( انتقال آثار ) أسعار الصرف على المستوى الكلي باستخدام مقاييس تسعير كلية إذ زاد الاهتمام ضمن هذه الدراسات بتأثير الظروف الاقتصادية الكلية ، والتي أعطت مؤشرات ودلائل على تأثير انعكاس أسعار الصرف على أسعار المستوردات ، والمنتجين وأسعار المستهلكين .

و ركزت بعض الدراسات ضمن هذا الاتجاه على قناة التوزيع للتسعير ، وذلك لاختبار تأثير انعكاس أسعار الصرف على الأسعار خلال المراحل المختلفة لتوزيع السلع أي من خلال دراسة مرحلة الاستيراد ( مؤشر سعر الاستيراد Producer Price Index ( PPI ) ) ودراسة مرحلة الاستهلاك من خلال (مؤشر أسعار المستهلكين Consumer Price Index ( CPI ) ) . وهذا التحليل مشتق من نموذج توزيع السلسلة ( distribution chain ) والذي طوره الاقتصادي الأمريكي ( McCarthy ) إذ يتم فيه تحديد أثر انتقال سعر الصرف من خلال قياس تأثير متغيرات اقتصادية كلية على مؤشرات الأسعار المحلية خلال مراحل التسعير والتوزيع المختلفة التي تمر بها السلع المتاجر بها .

وحسب هذا النموذج فإن التغيير في سعر صرف العملة يؤثر بشكل مباشر على التضخم من خلال تغيير أسعار السلع المستوردة أو المصدرة والمقيمة بالعملة المحلية وبشكل غير مباشر من خلال التغييرات في النشاط الاقتصادي نتيجة تلك التعديلات .

وفي معظم هذه الدراسات تم استخدام نموذج تحليل الانحدار الاتجاهي ( Vector Auto Regression ( VAR ) ) ، الذي يأخذ على الأغلب من ( 6-8 ) عوامل اقتصادية كلية لتحليل انعكاس أسعار الصرف وتأثيرها على التضخم المحلي عن طريق اختبار الاستجابة للصدمات التي تتعرض لها الدولة وتحليل مكونات التباين لهذه الصدمات ، ومن

(1) - Yang J.W , “ Pricing – to – Markets in U.S Imports and Exports : A Time – Series and cross – Sessional study , “ The Quarterly Review of Economics and Finance , 1998 .

(2)- Compa, J.M, Goldberg, L.S., Exchange Rate pass – through in to Import Prices , “ The Review of Economics and Statistics , 2005 .

الأمثلة على هذه الدراسات دراسة ( McCarthy, 2000 )<sup>(1)</sup> ، ودراسة ( Hahn, 2003 )  
(2) ودراسة ( Faruqee, 2004 )<sup>(3)</sup> .

وتناولت العديد من الدراسات آثار انتقال أسعار الصرف على مجموعة من الدول  
( cross - sectional study ) إذ تعددت أسباب انتقال آثار أسعار الصرف في هذه الدول  
حسب طبيعية العينة في هذه الدراسات وفي العوامل التي تم دراستها كأسباب محتملة لآثار  
انتقال أسعار الصرف . ففي دراسة لـ ( GoldFajn, Werlang, 2000 )<sup>(4)</sup> على عينة تضم  
(71) دولة ، وجد الباحثان أن المحددات الرئيسية لانتقال أسعار الصرف هي التقدير المبالغ  
فيه لأسعار الصرف الحقيقية ، ونسبة التضخم ، ودرجة الانفتاح .

أن عدم انتظام أو فوضى أسعار الصرف الحقيقية يعد المحدد الأكثر أهمية في الأسواق  
الناشئة حسب هذه الدراسة ، بينما في الدول المتقدمة يعد التضخم هو العامل الأهم .  
وفي دراسة ( Campa and Goldberg , 2005 ) والتي أجريت على (25) دولة تبين أن  
انتقال أسعار الصرف تتأثر بتركيبية المستوردات أكثر من فوضى أو صعود أسعار الصرف ،  
وأكثر من نسب التضخم على الأسعار المحلية .

وكذلك وجد ( Choudhri and Hakura, 2001 )<sup>(5)</sup> في دراسة أجريت على (71) دولة  
من الدول المتقدمة والنامية أن هناك علاقة قوية إيجابية بين انتقال وانعكاس أسعار الصرف  
ومستوى التضخم في هذه الدول ، إذ هيمن مستوى التضخم على العوامل الأخرى الاقتصادية  
في تفسير الاختلافات في تأثير أسعار الصرف .

وفي دراسة ( Gagnon and Ihrig, 2004 )<sup>(6)</sup> تبين أن هناك تأثيراً لانتقال وانعكاس  
أسعار الصرف على التغير في مستويات التضخم في (20) دولة صناعية ، إذ كان يتم فحص

---

(1) McCarthy, J., " Pass-Through of Exchange Rate and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies " , Federal Reserve Bank of New York, USA , 2000 .

(2) Elke Hahn, " Pass – Through of External Shock to Euro Ared Inflation, " Europen Central Bank Working papers, No 243, 2003 .

(3) Faruqee, Hamid, " Exchange Rate Pass – Through in the Euro Area : The Role of Asymmetric Pricing Behavior " , working paper, No 04/14 , International Monetary Fund, European Department, USA, 2004 .

(4) Gold Fajn, I and Werlang , S.R.C., " The Pass – Through from Depreciafion to Inflation : A Panel Study " Banco Central de Brasil, Working paper, No 5 , 2003 .

(5) Choubhri Ehsan V., and Hakura Dalia S., " Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices : Dose the Inflationary Environment Matter? " , working paper, No 01 / 194 , IMF , IMF Institute, No.01 / 194,s USA , 2001 .

(6) Gagnon , J E and J Ihrig, " Montary Policy and Exchange Rate Pass – Through , " Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper no 704 , 2004 .

تأثير التغيير في أسعار الصرف قبل وبعد تغيير نسب التضخم لكل دولة ، كما وجد الباحثان ان انخفاض آثار انتقال أسعار الصرف هو نتيجة لانخفاض معدل التضخم .  
أما في دراسة ( Frankel and others , 2005 )<sup>(1)</sup> والتي تم بموجبها اختيار ثماني سلع في (76) دولة خلال الفترة من ( 1990-2001 ) . توصل الباحثون إلى ان الانخفاض في انعكاس أسعار الصرف كان بدرجة أكبر وأكثر سرعة في الدول النامية بالمقارنة مع الدول المتقدمة ، وان هناك عوامل ومحددات تؤثر على انعكاس أسعار الصرف مثل الدخل الفردي، والتعرفة الجمركية ، وحجم الدولة ، والرواتب ، وأسعار الصرف طويلة الأجل والتضخم طويل الأجل .

## 2-1-1 أهمية دراسة آثار انتقال أسعار الصرف

تتبع أهمية دراسة انتقال أسعار الصرف على الأسعار المحلية من خلال النقاط التالية<sup>(2)</sup> :

- 1- إن المعلومات عن فترات تأثير أسعار الصرف تعد ضرورية لتقييم السياسة النقدية ، وانعكاساتها على أسعار السلع المحلية ( الاستقرار النقدي ) .
  - 2- إن المعلومات عن حجم وسرعة تأثير أسعار الصرف على التضخم المحلي تساعد السلطات النقدية بتبني مستويات تضخم معينة في الدولة في حال رغبت الدولة بذلك .
  - 3- إن درجة تأثير أسعار الصرف تعطي مؤشرات مهمة تساعد في التحكم بالنفقات ( expenditure – switching ) الناتجة عن هذه التأثيرات ، فالتقلبات المنخفضة والبسيطة في أسعار الصرف تؤدي إلى تأثير منخفض لانعكاس آثار أسعار الصرف مما يسمح للمعاملات التجارية الدولية بالاستمرار ويبقى على مرونة طلب عالية .
- ولكن إذا كانت التغييرات في أسعار الصرف كبيرة بينما كانت استجابة الأسعار المحلية والمعاملات التجارية الدولية لهذه التغييرات بطيئة فسيؤدي ذلك إلى اختلالات هيكلية متراكمة في ميزان المدفوعات .

---

(1)- Frankel , J,D Parsley and Shang – Jin wei, “ Slow Pass – Through Around the World : A new Import for Developing Countries”, NBER Working Paper, No 11199, 2005 .

(2) Lian An, " Exchange Rate Pass – Through : Evidence Based on Vector Autoregression with Sign Restrictions " MPRA publication , 2006, P. 2 .

وهذا أحد العوامل التي تدفع كثيراً من الدول النامية وخصوصاً دول الخليج إلى تبني أسعار صرف ثابتة لعملاتها ؛ لسهولة تقدير إيراداتها النفطية والتنبؤ بحجم مصروفاتها مما يزيد من حجم الاستثمار في الأدوات المالية المحلية (1) .

4- تنظر السلطات النقدية لأسعار الصرف على أنها أحد المنافذ الرئيسية لآلية انتقال الأثر النقدي monetary transmission وخصوصاً في الدول الصغيرة ؛ لذلك تهتم هذه السلطات بمقدار تأثير التضخم المحلي بأسعار الصرف (2) .

## 2-1-1 تحليل آلية انتقال أسعار الصرف Analyzing Mechanism of Exchange Rate Pass - Through

إن نقطة البدء في تحليل انتقال ( انعكاس ) أسعار الصرف يكون بدراسة " قانون السعر الواحد " ( The Law of One Price ) ، والذي ينص على أن سعر السلعة المتاجر بها والمتماثلة بين دولتين يكون نفسه في الاقتصاد المحلي والأجنبي ، عندما يعبر عنه بعملة مشتركة (3) .

ويعبر عن قانون السعر الواحد بالمعادلة التالية :

$$P = P^* e \dots\dots\dots (1)$$

إذ إن :

P : السعر المحلي للسلعة المتاجر بها ( المستوردة ) أي معبر عنها بالعملة المحلية .

P\* : سعر السلعة في الاقتصاد الأجنبي ( المصدرة ) أي معبر عنها بالعملة الأجنبية .

e : سعر الصرف معبراً عنه بعدد وحدات العملة المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية ( لذلك فالزيادة في (e) تدل على انخفاض قيمة العملة المحلية ) .

ويحصل الانحراف ( departure ) عن قانون السعر الواحد عندما يتغير السعر الأجنبي للسلع المتاجر بها ، فيغير في السعر المحلي لهذه السلع ولكن بنسبة مختلفة عن التغير في أسعار الصرف ، وهنا يكون انعكاس وتأثير أسعار الصرف غير مكتمل .

(1) الصادق على توفيق ، محمد حسني محمد ولطيفة نبيل عبد الوهاب ، سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي ، بدون طبعة ، أبو ظبي ، 1997 ، ص 184 .

(2) Billmeier Andreas, and Bonato Leo, " Exchange Rate Pass- Through and Monterey Policy in Croatia " , working paper, No 02/109, IMF European Department, USA , 2002 , p. 23 .

(3) Dwyer Jacqueline, Kent christopher and Pease Andrew, " Exchange Rate Pass – Through : The Different Responses of Importers and Exporters " , Reserch Discussion Paper, No 9304 Economic reserch departement , Reserve Bank of Australia, May 1993, p. 2 .

فعلى سبيل المثال إذا كان ثمن تنكة زيت دوار الشمس المصري في الأردن 50 دينار أردني وثمان تنكة نفس الزيت في مصر تساوي 500 جنيه مصري ، فهذا يعني أن سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدينار الأردني يساوي دينار واحد لكل عشرة جنيهات .

$$( 1 \text{ JD} = 10 \text{ EGP} )$$

وبتطبيق قانون السعر الواحد

$$50 \text{ JD} = 500 \text{ EGP} \times 0.10$$

**فإذا ارتفع سعر الجنيه المصري وأصبح مثلاً ( 1J = 5 EGP ) فإن ذلك** يعني أننا بحاجة إلى دنانير أردنية أكثر لشراء هذا الزيت من مصر وبافتراض بقاء سعر تنكة الزيت في مصر كما هو فإن السعر الجديد للزيت في الأردن يجب أن يكون :

$$100 \text{ JD} = 1000 \text{ EGP} \times 0.10$$

أي أن ارتفاع أسعار صرف الجنيه المصري قد انعكس كاملاً في أسعار السلع المستوردة منها ( انعكاس التام ) وبالتالي أصبح سعر تنكة الزيت في الأردن 100 دينار أردني . ولكن إذا أصبح سعر التنكة في الأردن وعلى سبيل المثال 75 دينار فإن ذلك الانعكاس جزئي ( غير تام ) لأنه لا يساوي نسبة التغير في أسعار صرف الجنيه المصري الجديد مقابل الدينار الأردني .

ويمكن التعبير بشكل مبسط أكثر عن علاقة انعكاس أسعار الصرف من خلال المعادلة التالية :

$$\hat{P} = \hat{P}^* \times e \quad \dots\dots\dots (2) \quad \text{إذ إن :}$$

$\hat{e}$  : تشير إلى نسبة التغير .

فإذا تغيرت أسعار السلع الأجنبية ( الزيت المصري في الأردن ) وبقيت التغيرات في أسعار الصرف بين العملة المحلية والأجنبية ثابتة فإن انعكاس أسعار الصرف يكون كاملاً ، وبالمقابل إذا تغيرت أسعار السلع الأجنبية داخل الأردن ( الزيت المصري ) ولكن التغيرات في أسعار السلع الأجنبية المستوردة تختلف عن التغيرات في أسعار الصرف ، عندها يكون هناك انحراف عن القانون ( قانون السعر الواحد ) ، ويكون أثر انتقال أسعار الصرف غير كامل .

ولدراسة أثر انتقال سعر الصرف نفترض نظرياً حالة المنافسة الكاملة ، ولكن إذا تخلينا عن هذا الافتراض فإنه يمكن تحقيق أرباح إضافية نتيجة للتغيرات في الهوامش الربحية

لواضعي الأسعار ، ويمكن إعادة تعريف سعر السلع المتاجر بها على أنه مجموع تكاليف إنتاج السلع (c) وهامش الربح (m) ، (1) أي أن :

$$\hat{P}^* = \hat{c}^* \times \hat{m}^* \dots\dots\dots (3)$$

وتصبح معادلة قانون السعر الواحد كالتالي :-

$$\hat{P} = (\hat{c}^* + \hat{m}^*) \times \hat{e} \dots\dots\dots (4)$$

وذلك يوضح أن التغير في الأسعار المحلية للسلع المتاجر بها مرتبط بـ سعر الصرف وبالسياسات السعرية للشركات الأجنبية ، وفي هذه الحالة فإن المصدر الأجنبي قد يلغي تأثير انخفاض قيمة العملة عن طريق تخفيض الهوامش الربحية ، ويصبح انتقال أسعار الصرف غير كامل .

إن افتراض ( Hooper and Mann,1989, P 332 ) يوضح أن أثر انتقال أسعار الصرف يسمح باختلاف الهوامش الربحية لواضعي الأسعار المحلية أيضا وبالتالي يمكن التعبير عن قانون السعر الواحد بالمعادلة التالية :-

$$(\hat{c} + \hat{m}) = (\hat{c}^* + \hat{m}^*) \times \hat{e} \dots\dots\dots (5)$$

فإذا ارتفع سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدينار الأردني فإن التاجر المصري المصدر لزيت دوار الشمس يستطيع أن يمتص هذا الارتفاع من خلال تقليل هامش الربح في السلعة المصدرة .

وإذا كان مقدار الارتفاع في سعر الصرف مساوياً لمقدار انخفاض الهامش الربحي فإنه لن يكون هناك انعكاس لاسعار الصرف ( انعكاس صفري ) .

أما إذا كان الارتفاع في سعر الصرف أكبر أو أقل من مقدار التغير في الهامش الربحي فإن الانعكاس يكون غير مكتمل ( انعكاس جزئي ) .

وإذا لم يرغب التاجر بتعديل الهامش الربحي استجابة لتغير الصرف فإن الانعكاس يكون كاملاً .

(1)Hooper, P. and C.L. Mann, “ Exchange Rate Pass – Through in the 1980s : The Case of U.S Imports of Manufactures “, Brooking Papers on Economic Activity, 1989 .

وعند طرح قضية الهوامش الربحية ، فإن انعكاس وتأثير أسعار الصرف ضمن بيئة الشركة يحصل على مرحلتين :

المرحلة الأولى : إن واضع الأسعار ( المصدر الأجنبي ) سيختار الإبقاء أو تغيير الهوامش استجابة لانخفاض قيمة العملة .

المرحلة الثانية : سيختار الموزعون المحليون بالمقابل الإبقاء على أو تغيير هوامشهم الربحية عند وضع أسعارهم للمستهلك المحلي .

وهكذا في ظل المنافسة غير الكاملة فإن التأثير الأخير لانخفاض قيمة أسعار الصرف على أسعار المستهلكين يتحدد بمدى انعكاس أسعار الصرف على طرفي العملية التجارية ( المستوردون والمصدرون ) .

وقد ظهرت نظرية تعادل القوة الشرائية ( Purchasing Power Parity (PPP) ) كامتداد لتحليل قانون السعر الواحد وإن كان جوهر هذه النظرية يحمل تفسيراً لتباين سعر الصرف بين الدول .

وتم تقديم نظرية تعادل القوة الشرائية على شكلين هما النظرية المطلقة والنظرية النسبية .

### 1. نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة :

تنص هذه النظرية على أن سعر سلعة في بلد ما يكون مساوياً لسعرها في بلد آخر مع الأخذ بعين الاعتبار تحويل قيمة العملة في البلد الثاني (1) .

ويمكن من خلال هذه النظرية تحديد سعر صرف عملة ما من خلال قسمة سعر السلعة بالعملة المحلية على سعر السلعة بالعملة الأجنبية ومن خلال المعادلة التالية :-

$$e = P / P^*$$

وقد لاقت نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة انتقادات عديدة في الجانب التطبيقي ، إذ يرى بعض الاقتصاديين أن هناك صعوبة بإلغاء تكاليف الحصول على المعلومات وتكاليف انتقال السلع بين الأسواق في إطار عملية المراجعة ( Arbitrage ) (2) .

### 2. نظرية تعادل القوة الشرائية النسبية :

(1) الصانق وآخرون ، مرجع سابق ، ص 30 .  
(2) قالدوس ، مقدار عبدالجبار حامد ، اختيار نظام الصرف الأمتل للدينار الأردني ( 1978 - 1997 ) ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، جامعة آل البيت ، الأردن 1999 ، ص 31 .

نتيجة للعيوب التطبيقية في نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة ، ظهرت نظرية تعادل القوة الشرائية النسبية في مظهر أقل تشدداً في الشروط حيث يكتفي فقط افتراض تساوي فارق التضخم بين أسواق السلع المحلية والخارجية وتغير سعر الصرف كشرط للتوازن (1) . ويمكن التعبير عن هذه النظرية من خلال المعادلة التالية :

$$\% r e = \% r P - \% r P^*$$

إذ إن :-

$\% r e$  : مقدار التغير النسبي في سعر الصرف .

$\% r P$  : التغير النسبي في التضخم المحلي .

$\% r P^*$  : التغير النسبي في التضخم الاجنبي .

وتمتاز هذه النظرية بقدرتها على عكس الصدمات النقدية داخل الاقتصاد على الأسعار بنفس النسبة ودون تمييز ، وبالتالي لا يكون لهذه الصدمات أثر على أسعار السلع النسبية . ورغم ذلك فقد تعرضت هذه النظرية لانتقادات عديدة منها أن السلع التي تدخل في احتساب مؤشر الأسعار يدخل بعضها ضمن السلع المتاجر بها دولياً ، وبعضها لا يدخل وبالتالي سيتحدد سعر الصرف بناءً على مجموعة من السلع التي لا تدخل أصلاً في التجارة ، بالإضافة إلى عوامل أخرى مثل تغير الأدوات وتحسن الإنتاجية للدولة والمدة اللازمة وآلية تحديد الأسعار وكلها عوامل تؤثر في ثبات ومصادقية نظرية تعادل القوة الشرائية . من ذلك نرى أن نظرية تعادل القوة الشرائية لم تقدم جديداً حول تفسير انعكاس أسعار الصرف ؛ لأن جوهر هذه النظرية مشتق من تحليل قانون السعر الواحد ، وأن استخدام هذه النظرية شائع في تحديد سعر الصرف التوازني للعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية .

## 2-1-3 العوامل التي تفسر انعكاس أسعار الصرف Factors Explaining Exchange

### Rate Pass - Through

تناولت الأدبيات الاقتصادية العديد من العوامل التي تؤثر في انعكاس أسعار الصرف على أسعار السلع المحلية ، وبشكل عام فإن انعكاس أسعار الصرف يكون محكوماً بثلاث مجموعات من العوامل هي :

مرونة الطلب والعرض النسبية للسلع المتاجر بها ، وكذلك المعروض من هذه السلع ، والظروف الاقتصادية الكلية ، والبيئة الاقتصادية الجزئية .

(1) الصادق وآخرون ، مرجع سابق ، ص 32 .

## 2-1-1-1-2 مرونة الطلب والعرض Supply - Demand Elasticity

بغياص الصدمات المفاجئة ، فإن مرونة الطلب والعرض السعرية هي المحدد الأساسي لانعكاس أسعار الصرف .

### أولاً : مرونة الطلب السعري Demand Elasticity

يمكن تعريف المرونة السعريّة ( Price Elasticity ) بشكل عام بأنها النسبة المئوية للتغير في الكمية على النسبة المئوية للتغير في السعر .

أما مرونة الطلب السعريّة ( Elasticity of Demand ) فهي التغير النسبي في الكمية المطلوبة إلى التغير النسبي في السعر .  
أي :

$$ed = \% \text{ change in quantity demanded} / \% \text{ change in Price}$$

إذ يرمز ed إلى معامل مرونة الطلب وتكتب المعادلة السابقة اختصاراً كالتالي :-

$$ed = \% r Q_d / \% r P \quad \dots\dots\dots (1)$$

وبشكل عام فإن معامل مرونة الطلب السعريّة يكون سالباً ؛ لأن التغير في الكمية المطلوبة يكون معاكس للتغير في السعر حسب قانون الطلب (1) .

ورغم ذلك فإن نسبة التغير ( الاستجابة ) هي التي تحدد درجة مرونة الطلب السعريّة :  
فإذا كانت نسبة التغير المئوي في الكمية المطلوبة أكبر من نسبة التغير المئوي في السعر ، فإن قيمة معامل المرونة كقيمة مطلقة سيكون أكبر من واحد ويكون الطلب مرناً ، وإذا كانت نسبة التغير في الكمية المطلوبة أقل من نسبة التغير في السعر فإن قيم معامل المرونة سيكون أقل من واحد وسيكون الطلب غير مرن .

أما إذا تساوت نسبة التغير في الكمية المطلوبة مع نسبة التغير في السعر ، فإن قيمة معامل المرونة سيكون واحداً ويكون الطلب أحادي المرونة .

## 2-1-1-2 محددات مرونة الطلب Determinants of Elasticity of Demand

هناك عوامل عديدة تحدد مقدار مرونة الطلب السعريّة وهي (2) :-

1 - مدى توفر بدائل للسلع Availability of substitutes for the good

(1) النصر محمد محمود ، شامية عبد الله محمد ، مبادئ الاقتصاد الجزئي ، بدون طبعة ، دار الأمل ، إربد ، الأردن ، 2005 ، ص 110 .

(2) Bradley , Michael ,Microeconomics , 2<sup>nd</sup> ed , Scott, Foresman and Company, USA , 1985, p73 .

إذ تزيد مرونة الطلب كلما توفر عدد من البدائل المقبولة ( attractive ) للسلعة وتنخفض مرونة الطلب كلما قل عدد هذه البدائل .

ويعد ملح الطعام مثالا على السلعة منخفضة المرونة في حين تعد أنواع المنظفات المنزلية المختلفة سلعا عالية المرونة لتوفر عدد كبير من البدائل المقبولة لهذه السلعة .

2- مقدار الدخل الذي ينفق على السلع Household's income spent on the good

فإذا كان انفاق المستهلكين على سلع ما قليلا كالمح مثلا ، فإن زيادة أسعار الملح لن تؤثر في تغيير كمية الاستهلاك ، لأن المبالغ المنفقة على هذه السلعة متدنية ، بينما إذا زاد سعر اللحم مثلا وكانت هذه السلعة تشكل جزءا من ميزانية المستهلك فإن زيادة السعر ستؤدي حتما إلى تغيير كمية الاستهلاك .

3- طول الفترة الزمنية للاستجابة لتغير الأسعار Time effects

فبعض السلع تكون مرونة الطلب عليها منخفضة في المدى القصير ومع تقدم الزمن تصبح مرونة الطلب عالية ؛ وذلك لأن استهلاك بعض السلع يحتاج إلى فترة زمنية طويلة نسبيا لتغيير عادات الاستهلاك فمثلا إذا ارتفع سعر الوقود فإن المرونة على المدى القصير لن تنخفض ، بينما على المدى الطويل عندما يقوم المستهلك بتغيير عاداته الاستهلاكية كتغيير السيارة إلى سيارة باستهلاك وقود أقل أو حتى بيع السيارة والاعتماد على المواصلات عندها ستزيد مرونة الطلب على هذه السلعة .

4- مدى الحاجة إلى السلعة ( سلعة ضرورية أو سلعة كمالية ) .

### 2-1-1-3 مرونة العرض السعرية Supply Elasticity

تعرف مرونة العرض السعرية بأنها النسبة المئوية للتغير في الكمية المعروضة على النسبة المئوية للتغير في السعر .

وآلية احتساب هذه المرونة مشابهة لآلية احتساب مرونة الطلب السعرية وتقاس مرونة العرض السعرية بمعامل المرونة .

$$es = \% r \ Q_s / \% r \ P \dots\dots\dots(6)$$

إذ إن : -

es : معامل مرونة العرض السعرية

$r \ Q_s$  : التغير في الكمية المعروضة

$r \ P$  : التغير في السعر

فإذا كانت نسبة التغير المئوي في الكمية المعروضة أكبر من نسبة التغير المئوي في السعر ، فإن قيمة معامل المرونة ستكون أكبر من واحد ويكون العرض مرناً ، وإذا كانت نسبة التغير في الكمية المعروضة أقل من نسبة التغير في السعر ، فإن قيم معامل المرونة سيكون أقل من واحد وستكون العرض غير مرناً .

أما إذا تساوت نسبة التغير في الكمية المعروضة مع نسبة التغير في السعر ، فإن قيمة معامل المرونة ستكون واحداً ويكون العرض أحادي المرونة .

بالنسبة للمستوردات ، فإن درجة انتقال آثار أسعار الصرف ستزيد كلما كانت مرونة الطلب المحلي منخفضة ، ومرونة العرض الأجنبية مرتفعة .

فعلى سبيل المثال إذا كانت مرونة طلب الأردنيين على زيت دوار الشمس المصري منخفضة (بافتراض ثبات العوامل الأخرى) فإن ارتفاع سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدينار الأردني أي ارتفاع أسعار الزيت المصري نتيجة ارتفاع سعر الصرف لن يقلل من كمية الزيت المصري المطلوبة في الأردن ، وبالتالي سيكون هناك انعكاس لتغيرات أسعار الصرف على أسعار السلع المحلية المتاجر بها (الزيت المصري) وسيؤدي ذلك إلى ارتفاع سعرها محلياً (لعدم مرونة الطلب عليها ولارتفاع مرونة العرض أي قدرة التاجر المصري على زيادة الكمية المعروضة نتيجة تغير السعر) .

أما بالنسبة للصادرات ، فإن انتقال آثار أسعار الصرف ستزيد كلما ارتفعت مرونة الطلب الأجنبي وانخفضت مرونة العرض المحلية .

فعلى سبيل المثال إذا استطاع الأردن تصدير زيت الزيتون إلى السعودية ، وكانت مرونة الطلب السعودي على الزيت الأردني مرتفعة (أي تتأثر بتغير الأسعار) وارتفع سعر صرف الدينار الأردني مقابل الريال السعودي ، وبالتالي ارتفع سعر الزيت الأردني بالنسبة للسعوديين فإن انعكاس أسعار الصرف سيكون كبيراً ؛ لتأثر الكمية المطلوبة بارتفاع الأسعار ، ولعدم قدرة المنتج الأردني على تغيير الكمية المعروضة لتتماشى مع الأسعار في السعودية أي انخفاض مرونة العرض .

من ذلك ندرك حقيقة أن الانعكاس يكون تاماً في حالة الاقتصاديات الصغيرة المفتوحة ، والتي يواجه المصدرون فيها مرونة طلب كاملة بينما يواجه المستوردون مرونة عرض كاملة وتكون الدولة بمثابة متلقية للأسعار في الأسواق العالمية .

## 6-1-2 العوامل الاقتصادية الكلية Macroeconomic Variables

إن الصدمات الاقتصادية الكلية قد تعمل كمعزز أو كمعيق لتأثير مروونات العرض والطلب ، فمثلا عندما يكون الطلب المحلي نشط ، فإن انعكاس آثار أسعار الصرف للمستوردات يكون مرتفعاً بغض النظر عن مروونات الطلب والعرض ، بالمقابل عندما يكون الطلب المحلي ضعيفاً أو أن تكون القدرات الاستيعابية منخفضة ، فإن هوامش المصدرين الأجانب قد تنقلص ويكون الانعكاس غير مكتمل وهذا قد يحدث بغض النظر عن مروونات العرض والطلب وتؤثر مجموعة أخرى من العوامل الاقتصادية الكلية التالية على انتقال آثار أسعار الصرف وهي :

**1- مستويات التضخم Inflation Level** فكما كانت مستويات التضخم مرتفعة في البلد المصدر للسلع زاد ذلك من تأثير انعكاس أسعار الصرف ، مما يدفع الشركات المصدرة للمواظبة على تخفيض تكاليف الإنتاج والسيطرة عليها للمحافظة على استمراريتها في السوق الدولي ، بالمقابل إذا نجحت السياسة النقدية باستهداف مستويات تضخم منخفضة فإن ذلك سيقال من انعكاس أسعار الصرف ، ولن يحفز ذلك المنتجين على زيادة أسعارهم كنتيجة لارتفاع الكلفة لديهم ما داموا مقتنعين بأن السياسة النقدية قادرة على المحافظة على استقرار الأسعار .

وهناك عامل آخر له ارتباط بالبيئة التضخمية هو استقرار السياسة النقدية ، إذ وجد أن الدول ذات النمو النقدي المنخفض يكون انعكاس أسعار الصرف على عملتها قليل والعكس صحيح ؛ وذلك لأنه كلما كانت الصدمات النقدية قليلة فإن ذلك سيقال من محتوى المعلومات عن أسعار الصرف في التنبؤ بالصدمات النقدية .

**2- تذبذب أسعار الصرف Exchange Rate Fluctuations** رغم أن الدراسات لم تثبت آثار هذه التذبذبات وما إذا كان تأثيرها سلبياً أو إيجابياً ، إلا أنها اتفقت على وجود علاقة بين هذه التذبذبات وبين انعكاس أسعار الصرف ، فعلى سبيل المثال ، توصل في دراسته ( McCarthy ) في دراسته : ( Pass-Through of Exchange Rate and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies ) عام 2000 ، وجود علاقة سلبية بين هذه التذبذبات وبين انتقال أسعار الصرف . بينما توصلت دراسة ( Choudhri and Hakura ) ( Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices : Dose the Inflationary Environment Matter? ) عام 2001 وجود علاقة إيجابية .

**3- نسبة السلع المستوردة Size of Imported goods**

كلما كانت حصة السلع المستوردة في سلة الاستهلاك مرتفعة كان انعكاس أسعار الصرف مرتفعا ، أي أنه كلما زاد الانفتاح الاقتصادي للدولة كان معامل انتقال آثار أسعار الصرف أكبر .

وتقاس درجة انفتاح الدولة بالحصة التجارية ( أو حصة الاستيراد ) إلى الناتج الكلي .

**4- تركيبة المستوردات ( المزيج ) Imports combination :** إن درجة انتقال آثار أسعار الصرف تتأثر بفئات السلع المستوردة وليس فقط بحجم الحصة ، فإنعكاس أسعار الصرف يكون أقل للسلع المصنعة عما هي للسلع التي تدخل في الإنتاج ( المواد الأولية ) أو سلع الطاقة .

#### **5- المعوقات الكمية ( نظام الحصص ) Binding quantity constraints**

عندما تواجه الشركة الأجنبية معوقات كمية تؤثر على قدرة الشركة على زيادة مبيعاتها ، في الدولة المستوردة . فإن رفع قيمة عملة الدولة المستوردة مع وجود المعوقات الكمية سيحد من قدرة الشركات المصدرة على التوسع في تخفيض السعر ، عندها ستقوم الشركات برفع أسعارها طالما لن تستفيد من زيادة المبيعات ، وسيزيد ذلك من هامش الربح لديها ، وتكون هي المستفيدة . أما في حالة انخفاض قيمة عملة البلد المستورد فالقيود الكمية لن تمنع ارتفاع أسعار المستوردات رغم أن التخفيض مقنع للشركات في هذه الحالة ؛ لذلك لو قام المصدرون بتخفيض أسعارهم لامتناس آثار تخفيض عملة تلك الدول ، ستواصل أسعار السلع المستوردة الارتفاع ، وسيكون تأثير وانعكاس أسعار الصرف في الدول التي خفضت قيمة عملتها أكبر ، من الدول التي ترفع قيمة عملتها بافتراض وجود القيود الكمية .

#### **6- حجم اقتصاد الدولة Size of Economics**

إن التأثيرات التضخمية في الدول الكبيرة التي تحدث نتيجة انخفاض قيمة العملة المحلية في هذه الدول على الأسعار المحلية يتم تحييدها بسبب انخفاض الطلب العالمي من الدولة التي انخفضت قيمة عملتها مما يؤدي إلى انخفاض السعر العالمي ، ويؤدي ذلك إلى آثار معتدلة لانعكاس أسعار الصرف (1) .

إن انخفاض قيمة العملة سيولد آثاراً تضخمية داخل الدولة ولن يؤثر ذلك على السعر العالمي لعدم قدرة الدولة على التأثير على الطلب العالمي لصغر اقتصادها وسيكون الانعكاس في أسعار الصرف مكتملاً (2) .

(1) Hooper , Mann, op. cit. P. 309 .

(2) Taylor, J.B, “ Low Inflation Pass – Through , and Pricing Power of Firms, “ European Economic Review, 2000, P. 1389 – 1408 .

وتؤثر عوامل أخرى مثل الدخل ، وتكلفة النقل والتي يفترض أن يكون لها تأثير سلبي بالإضافة إلى تأثير فترات انخفاض أو ارتفاع أسعار العملة ( قيمتها ) وحجم تغيرات نسب أسعار الصرف خلال تلك الفترات على انعكاس أسعار الصرف .

## 2-1-7 العوامل الاقتصادية الجزئية Microeconomic Variables

تؤثر عوامل البيئة الاقتصادية الجزئية على مستوى الصناعات الفردية على استراتيجيات وضع الأسعار ، فعندما يتم الإتجار بالسلع المتجانسة في سوق عالمي متكامل فإن عمليات المراجعة تزيل الاختلافات في سعر العملة المشتركة للسلع .  
أما إذا كانت تنافسية الأسواق غير تامة ومجزأة فإن احتمالية وجود أكثر من سعر وارده وممكنة ، فإذا كانت الشركات المصدرة لديها القوة كواضعة للسعر وكانت ترغب بتعظيم الإرباح ، فإن انعكاس آثار أسعار الصرف تكون مرتفعة بغض النظر عن العوامل الأخرى ذات العلاقة .

وتؤثر مجموعة العوامل الجزئية التالية على انعكاس أسعار الصرف :

### 1- أهداف الحصة السوقية Market share objectives

إذا كانت استراتيجية الشركة تركز على سيادة الحصة السوقية لها ولو على حساب الهامش الربحي فإن ارتفاع قيمة عملة الدولة المستوردة سيدفع الشركة المصدرة إلى تخفيض أسعار سلعها لزيادة حصتها السوقية في ذلك البلد ، وسيؤدي ذلك إلى زيادة مبيعات السلع ، عندها لن يكون هناك انعكاس لأسعار الصرف على أسعار السلع المحلية .  
ولكن في حال انخفاض قيمة عملة الدولة المستوردة فإن ذلك سيولد أثراً تضخمية نتيجة تخفيض العملة ، وإذا قامت الشركة المصدرة بتخفيض أسعار سلعتها فإنها ستكون في مركز أفضل لزيادة حصتها السوقية ، وذلك لأن الآثار التضخمية لتخفيض عملة الدولة يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع بشكل عام .

بالإضافة إلى ذلك إذا وجدت الشركات الفرصة للتمييز ( discriminate ) بين الأسواق قد يستخدم واضعو الأسعار إستراتيجية التسعير السوقي ( Pricing to Market ) مما يعطي درجات مختلفة لانتقال آثار أسعار الصرف في تلك الأسواق .

واستخدام مبدأ التسعير لكل سوق ، يؤدي إلى ارتباط سلبي بين مقدار الذبذبة في الصدمة وبين انعكاس هذه الآثار نتيجة وجود تكلفة مرتبطة بتعديل الأسعار ، فإذا توقع المصدرون أن تكون الصدمة مؤقتة فلن يكون هناك تغيير في أسعارهم وإنما سيلجؤون إلى

الانتظار والتريث ، وبالتالي سيقال ذلك من أثر الانعكاس<sup>(1)</sup> ، بالمقابل إذا استطاعت الشركات أن تنتبأ باستمرار الصدمات ، فإنها ستلجأ إلى تغيير أسعارها بدلاً من تعديل هوامشها الربحية .

كما تتأثر الاستراتيجيات التسعيرية للشركات بالتوقعات عن حركة سعر العملة المستقبلي وطول فترات التخطيط المستخدم في هذه الشركات .

## 2- تحويل الإنتاج Production Switching

ويقصد بذلك قيام الشركات المصدرة بالاختيار بين شراء مدخلات الإنتاج والمواد الأولية من السوق المحلي لديها أو استيرادها ، والمبادلة بينهما يكون اعتماداً على سعر تلك المدخلات في السوق المحلي والأجنبي .

فعند ارتفاع قيمة عملة الدولة المستوردة ، تقوم الشركة المصدرة بالحصول على المواد الأولية من السوق المحلي لديها ، وعندها يعتمد مدى انتقال آثار أسعار الصرف على مرونة أسعار تلك المدخلات ، وفي حالة انخفاض قيمة العملة تلجأ الشركة المصدرة إلى الحصول على المواد الأولية من البلد الذي انخفضت قيمة عملته ( أي تبحث عن بلد بهذه الميزة ) .

## 3- قائمة التكاليف Menu Cost

إن انعكاس أسعار الصرف يفسر في بعض جوانبه بالنظر إلى قائمة التكاليف وطريقة تسعير الفاتورة المتبع وبافتراض أن قائمة التكاليف تشبه التكاليف الثابتة فإن تغيير سعر الفاتورة يكون مُجدياً إذا كانت تغيرات أسعار الصرف أعلى من حد معين ، فعلى سبيل المثال إذا كانت أسعار الفاتورة موضوعة بعملة الدولة المصدرة وكانت التغيرات في أسعار صرف عملة الدولة المستوردة بسيطة ، فإنه من غير المُجدي تغيير الأسعار من قبل المصدر فالتغييرات البسيطة والتي لا تؤثر بسعر الصادرات بالعملة الأجنبية تقود إلى التأثير في أسعار المستوردات بالعملة المحلية بنفس مقدار التغير في أسعار الصرف ويكون الانعكاس مرتفعاً ، ولكن إذا كانت التغيرات في أسعار صرف عملة الدولة المستوردة مرتفعة فإنه يكون من المُجدي للمصدر تغيير الأسعار بعملته ، وبعمل ذلك فإن المصدر يمتص جزءاً من تغيرات الأسعار في عملة البلد المستورد وبالتالي تخفيض آثار انتقال أسعار الصرف .

وفي حال كانت الفاتورة مسعرة بعملة الدولة المستوردة ، يكون تأثير التغير منخفضاً إذا كانت التغيرات في أسعار صرف عملة الدولة المصدرة بسيطة ، ويبقى سعر الاستيراد تقريباً بلا تغيير وبالتالي لا يكون هناك انعكاس لأسعار الصرف محلياً ، ولهذا فالسعر الذي يأخذه

<sup>(1)</sup> Hooper , Mann, op. cit. PP. 315 – 321 .

المصدر بعملته يتغير بتغير أسعار الصرف ، ويكون ذلك متروكاً للمصدر فإذا كانت التغيرات في أسعار الصرف قليلة بحيث لا تؤثر على الكلفة عندها لا يقوم بتغيير سعر فاتورته والعكس إذا كان التغيير كبيراً ، عندها سيتأثر المبلغ الذي سيستلمه بعملته إيجاباً وسيكون أكبر من الكلفة ، وسيفضل أن تكون فاتورته بعملة دولة المستورد ؛ لأن ذلك سيؤدي إلى تأثير أكبر على عملة الدولة وأسعار الصرف (1) .

تناولت العديد من الدراسات نظريات عدم التناسق بانعكاس أسعار الصرف ولكن تنوعت نتائجها وتضاربت أحياناً ، فقد وجد ( Mann, 1986 ) بأن انعكاس أسعار الصرف في الولايات المتحدة يكون أكبر خلال فترات ارتفاع قيمة العملة عنه في فترات انخفاض قيمتها ولكن باختلافات طفيفة .

بالمقابل وجد ( Webber, 2000 ) أن انعكاس أسعار الصرف يكون أكبر خلال فترات انخفاض قيمة العملة للدولة ، وأكدت دراسات أخرى أن انعكاس أسعار الصرف خلال فترات انخفاض قيمة العملة أكبر على بعض القطاعات الصناعية منها على بقية القطاعات الأخرى (2) .

## 2-1-8 انعكاس أسعار الصرف على المراحل المختلفة لسلسلة التوزيع

### Exchange Rate Pass – Through at Different Stages of the Distribution Chain

بالإضافة إلى الجانب النظري الذي يبرز انعكاس أسعار الصرف هناك المزيد من التحليل المتعلق بتأثير صدمات أسعار الصرف على الأسعار خلال المراحل المختلفة من سلسلة التوزيع إما بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر من خلال أسعار كل المراحل السابقة ، فتحركات أسعار الصرف تنتقل إلى مؤشر أسعار المنتجين ( PPI ) ومؤشر أسعار المستهلكين ( CPI ) من خلال ثلاث قنوات :

1- من خلال أسعار السلع الوسيطة المستوردة والتي تنعكس بحصة المستوردات في مؤشر أسعار المنتجين ( PPI ) .

(1) Sedik Tahsin Saadi- and Petri Martin, " To Smooth or Not Smooth – The Impact of Grants and Remittances on the Equilibrium Real Exchange Rate in Jordan " , Working Paper , No 06/257, IMF Middle East and Central Asia Department , USA , 2006, p 7 .

(2) Khundratpam Jeevan Kumar, " Economic Reforms and Exchange Rate Pass – Through to Domestic Prices in India " , Working Paper, No 225 BIS press and communications, Switzerland, 2007 .

( لم يتسنّ للباحث الاطلاع على أصل هذه الدراسات المذكورة في دراسة ( Khundratpam )

2- من خلال أسعار السلع الاستهلاكية المستوردة والتي تنعكس بحصة المستوردات في مؤشر أسعار المستهلكين (CPI) .

3- من خلال أسعار السلع المصنعة محليا .

وبالتالي فإن مدى انعكاس آثار الصرف على مؤشرات (PPI) و (CPI) ، سيعتمد على معدل الانعكاس على أسعار المستوردات ، نسبة المستوردات في مؤشرات (PPI) و (CPI) ، واستجابة أسعار السلع المصنعة محليا إلى حركة أسعار الصرف .

لنفترض أن أسعار السلع المصنعة محليا لم تستجب إلى التغيرات في أسعار الصرف ، فإن درجة انعكاس أسعار الصرف على مؤشرات (PPI) و (CPI) ، ستخضع وهناك عدة أسباب لذلك :

**أولا :** إن حصة السلع المستوردة والتي تأثرت بتغيرات أسعار الصرف ستخضع على طول سلسلة التوزيع ، وتشير إلى انعكاس متناقص على طول السلسلة<sup>(1)</sup> .

**ثانيا :** إن اختلاف استراتيجيات التسعير بين تجار الجملة الأجانب وتجار التجزئة المحليون تبين كيف أن الانعكاس في أسعار الصرف على مؤشرات (PPI) و (CPI) ، يخضع من حصة المستوردات في المؤشر حتى عندما يكون الانعكاس على أسعار المستوردات كاملاً .

**ثالثا :** وبافتراض حالة انعكاس غير مكتمل خلال مراحل التوزيع الفردية ، فإن التراكم خلال المراحل السابقة المختلفة سيؤدي إلى انخفاض في الانعكاس على طول سلسلة التوزيع .

وجدير بالذكر أن أسعار السلع المصنعة محليا تستجيب لتحركات أسعار الصرف ، فإذا نتج عن انخفاض قيمة العملة ارتفاع أسعار السلع المستوردة ، فإن كلفة الإنتاج للسلع المصنعة محليا سترتفع من خلال ارتفاع أسعار السلع الوسيطة المستوردة ، بالإضافة إلى ذلك فإن الطلب على السلع المحلية والتي تتنافس مع السلع المستوردة سيرتفع ، ونتيجة لذلك سيكون هناك ضغط متزايد على الأسعار المحلية يدفعها للارتفاع .

أما بخصوص سرعة التعديل على الأسعار ، فإن بطء أو تأخر التعديل خلال المراحل المختلفة لسلسلة التوزيع قد يتراكم إذا استمر التحرك البطيء للأسعار ، والذي يدل على انخفاض سرعة التعديل للأسعار على طول سلسلة التوزيع .

ويمكن تلخيص ما توصل إليه الباحث من أدبيات هذه الدراسات حول أثر انتقال أسعار الصرف إلى التالية إذ تم التركيز على موضوعين :

<sup>(1)</sup> An, Lian, op. cit, p. 9 .

1- درجة وحركة الانعكاس : إن الانعكاس غير المكتمل يعد ظاهرة ضمنية في كثير من الدول والصناعات ، ولكن هناك عدة دراسات وجدت انعكاساً شاملاً لدول وصناعات مختلفة . وغالبية الدراسات وجدت تأخراً أو بطئاً في انعكاس آثار أسعار الصرف ، هذا البطء اختلف عبر الدول والصناعات ، وكذلك عبر الدراسات المختلفة لنفس الدولة أو الصناعة ، وإن معظم الدراسات وجدت أن نسبة وسرعة انعكاس أسعار الصرف كانت أكبر وأسرع على أسعار المستوردات ثم على مؤشر ( PPI ) ومن ثم على مؤشر ( CPI ) .

2- الانعكاس عبر السلع والدول : وجد الباحث أن هناك اختلافات هامة في نسبة الانعكاس عبر الصناعات ، وهذا واضح من الدراسات التي تناولت عدة صناعات مثل دراسة ( Yang, 1997 ) ، ( Camp and Goldberg, 2005 ) ، وإن نسب الانعكاس تغيرت كثيراً من دولة إلى أخرى ( Choudhri, Faruqee and Hakura, 2004 ) وأن بعض الدراسات أعطت نتائج متضاربة ، فمثلاً دراسة ( Hooper , Mann, 1989 ) وجدت أن الانعكاس مرتبط عكسياً مع حجم الدولة . بينما دراسة ( Camp and Goldberg, 2005 ) لم تتوصل إلى وجود علاقة بين الانعكاس وحجم الدولة .

وبخصوص طريقة التحليل فقد استخدم الباحثون الأوائل طريقة المربعات الصغرى OLS لتقدير أثر الانتقال وبفترات توزيعية متعددة الحدود لتحديد الاستجابة لأسعار السلع المتاجر بها مع أسعار الصرف ، ومع ذلك فإن هؤلاء الباحثون لم يهتموا بخصائص السلاسل الزمنية للبيانات ، وإن كثيراً من الأدبيات تفترض أن الحجم الهائل من المعطيات الاقتصادية الكلية كأسعار الصرف غير ثابتة لهذا السبب فإن افتراضات تقدير OLS قد تم نقضها . فقد أوجدت مشاكل الانحدار الكاذب أو المقلد ، ولكن بتوظيف الاختلافات الأولى للمتغيرات ، فإن هذه المشكلة يمكن تجنبها ، ولكن المعلومات في تلك المستويات تكون قد فقدت .

وإستخدام باحثون آخرون لقياس وتقدير الانعكاس نموذج المعادلة الفردية ( Single-equation model ) والتي تركز على تفسير المعامل والعكس صحيح ، وهكذا تفترض أنه لا يوجد تعديلات داخلية في الأسعار مرافقة لأسعار الصرف .

وهكذا فإن هذا التقدير أيضاً يعاني من مشاكل التناقض ( عدم الانسجام ) والتي تعزى إلى المحددات الداخلية لأسعار الصرف والأسعار .

ومعظم الدراسات الأخرى والتي اطلع عليها الباحث استخدمت نموذج تحليل الانحدار الاتجاهي ( Vector Autoregression ( VAR ) والتي تجاوزت المحاذير في الطرق

السابقة وسيقوم الباحث بإيراد خصائص نموذج تحليل VAR ضمن الجانب العملي من هذه الدراسة .

## المبحث الثاني

### 2-2 أنواع أنظمة الصرف Exchange Rate Systems

تمهيد :

من السمات الأساسية لنظام النقد العالمي ، أن أسعار صرف عملات الدول الصناعية الرئيسية معومة وتتعرض للتقلبات ؛ انعكاساً للظروف والسياسات الاقتصادية لتلك الدول ، أو ظروف أسواق النقد العالمية ، والتي تتأثر بدورها بعوامل اقتصادية وسياسية عديدة ، وإن ظهر اتجاه يتسم بالمحافظة على استقرار أسعار الصرف ضمن تكتلات إقليمية كما في البلدان الأوروبية .

وفي ظل هذا النظام تواجه الدول النامية خيارين ، إما تعويم عملاتها مقابل العملات الأخرى أو تثبيت قيمة عملاتها إلى عملة رئيسة أو سلة من العملات .

فبعد انهيار نظام بريتون وودز ( Bretton Woods ) عام 1971 القائم على سعر التعادل ( Par value ) جرى تبني نظام لأسعار الصرف أكثر مرونة ، إذ أقر صندوق النقد الدولي التعديل على أساس اتفاقية 1978م<sup>(1)</sup> . وتصنف نظم الصرف المتاحة والمطبقة عملياً في الوقت الحاضر في خطين رئيسيين يشتمل كل منهما على عدد من الصيغ وهما نظم أسعار الصرف الثابتة ونظم أسعار الصرف المرنة.

وعلى الرغم من أن العديد من البلدان لا يزال ينتهج نظم أسعار الصرف الثابتة أو غيرها من أنواع أنظمة الصرف ، فقد ازداد عدد الدول التي اعتمدت نظاماً أكثر مرونة على مدار العقد الماضي ومن المرجح استمرار هذا الاتجاه نظراً لما توفره النظم المرنة من حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية وما تحققه من استقلالية أكبر في السياسة النقدية<sup>(2)</sup> .

### 2-2-1 نظم أسعار الصرف المرنة Flexible Exchange Rate

(1) الصادق وآخرون ، مرجع سابق ، ص 176 .

(2) دوتاغويتا وآخرون ، مرجع سابق ، ص 2 .

يتفرع عن أنظمة الصرف المرنة ، نظامان رئيسان هما أنظمة الصرف الحرة ( Freely Floating ) وأنظمة الصرف المدارة ( Manged Floating ) ، ففي النوع الأول ، فإن الدولة تسمح لقوى السوق أن تحدد سعر صرف عملتها مقابل العملات الأخرى على ضوء العرض والطلب لتلك العملات مقابل بعضها بعضاً ، إذ يمثل جانبا ميزان المدفوعات للدولة جانبي العرض والطلب على سعر صرف العملة مقابل العملات الأخرى (1) .

ومن المزايا الرئيسية التي تدفع الدول لاستخدام أنظمة الصرف الحرة هو عزل الدولة عن التضخم والبطالة في الدول الأخرى . كما أن هناك استقلالية أكبر للسلطات النقدية في الدول التي تستخدم أنظمة الصرف الحرة فهي ليست ملزمة بالتدخل للمحافظة على سعر الصرف ضمن حدود معينة . مما يعني عزل قراراتها النقدية عن هذه الحدود ، والتي قد يكون لتدخلها آثار غير محمودة اقتصادياً .

إلا أن استخدام الدولة أنظمة الصرف الحرة تعمق من حجم المشاكل الاقتصادية داخل الدول التي تعاني منها ، بالإضافة إلى تأثير الذبذبات في أسعار الصرف على المتغيرات الاقتصادية الكلية بالدولة وعلى رغبة المستثمرين بدخول أسواق تلك الدول .

أما النوع الآخر من أنظمة الصرف المرنة فهو نظام الصرف المعموم المدار فإن الدولة تعدل أسعار صرف عملتها مقابل العملات الأخرى بتواتر بناءً على تقدير وضع الاحتياطيات وميزان المدفوعات .

وبالتالي فهي تشبه أنظمة الصرف الحرة في أنه يسمح لأسعار الصرف بالتحرك على أساس يومي إذ لا توجد حدود رسمية لسعر العملة وتشبه أسعار الصرف الثابتة في تدخل الحكومة أحياناً لمنع سير العملة باتجاه معين بشكل كبير .

ويتم تحديد سعر الصرف في أنظمة الصرف المعمومة وفق أسس ثابتة نسبياً موضوعة ومتفق عليها بشكل مسبق ، إلا أنها لا تهمل في الوقت نفسه قوى العرض والطلب (2) .

ومن الانتقادات الموجهة لأنظمة الصرف المدارة هو رغبة الحكومة بالتحكم بسعر الصرف لتحقيق أهداف معينة ولو على حساب الدول الأخرى (3) .

(1) طراد إسماعيل إبراهيم ، إدارة العملات الأجنبية ، بدون ناشر ، ط2 ، عمان ، 2005 ، ص 47 .

(2) عوض طالب ، التجارة الدولية نظريات وسياسيات ، الطبعة الأولى ، معهد الدراسات المصرفية ، الأردن ، 1995 ، ص 215 .

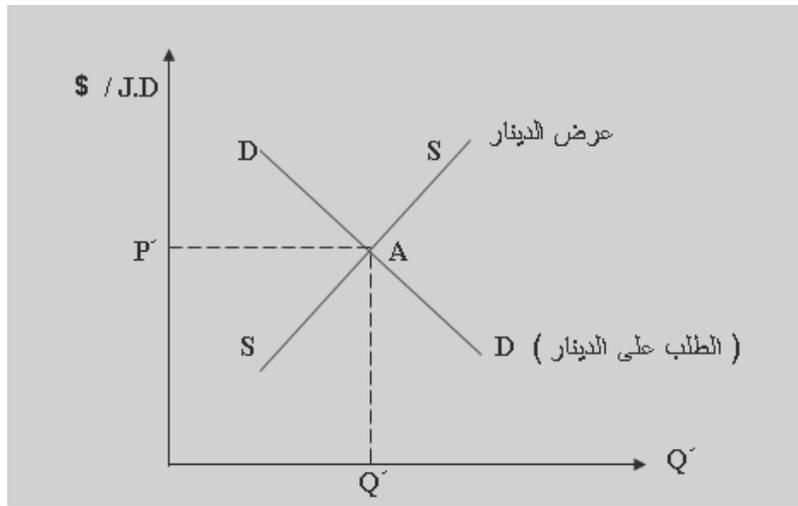
(3) Madura Jeff, International Corporate Finance , 8<sup>th</sup> ed., Thomson South- Western, USA , 2006, p 178

ويحدد سعر صرف عملة ما في نظام أسعار الصرف الحرة بتفاعل قوى العرض والطلب على تلك العملة وينشأ الطلب على عملة ما (كالدينار) مثلاً لمقابلة شراء الأجانب للسلع والخدمات والأوراق المالية الأردنية بينما ينشأ العرض على عملة ما (كالدولار) مثلاً لمقابلة الطلب المحلي (الأردني) على شراء السلع والخدمات والأوراق المالية الحكومية الأمريكية .

ويوضح الشكل رقم ( 1 ) هذه الآلية :-

شكل رقم ( 1 )

آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام أسعار الصرف المرنة



إذ تمثل :

$P$  السعر التوازني وهو عدد الدولارات الأمريكية التي يمكن شراؤها بالدينار الأردني .

$Q$  تمثل الكمية التوازنية من الدينار الأردنية ( المعروضة والمطلوبة ) .

وتؤثر مجموعة من العوامل على أسعار الصرف التوازنية بحيث ينتقل منحنى العرض والطلب نتيجة تغير وانتقال هذه العوامل .

وتقسم هذه العوامل إلى مجموعتين (1) .

**المجموعة الأولى :** وتؤثر على أسعار الصرف بين عملتين على المدى الطويل ، وإحدى النظريات التي ناقشت كيفية تحديد الأسعار على المدى الطويل هي نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP) (Purchasing Power Parity) والتي تفترض أن سعر العملة بين دولتين يتم تعديله ليعكس التغير في مستويات الأسعار بين هاتين الدولتين .

(1) Mishkin, Frederic S, op, cit, pp. 171-173 .

على ان نظرية تعادل القوة الشرائية لم تستطع تفسير كيفية تحديد أسعار الصرف التوازنية بشكل كامل ، نتيجة افتراضها أن السلع يجب أن تتطابق بين الدول حتى تعكس أسعار الصرف الأسعار النسبية لهذه السلع .

كما تفترض أن جميع السلع يمكن المتاجرة بها ( تصديرها واستيرادها ) بين الدول وهذا غير صحيح ، لأن كثيراً من السلع ليست كذلك .

وهناك مجموعة أخرى من العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الصرف على المدى البعيد وهي مستويات الأسعار النسبية ( Relative Price Level ) والتعرفة الجمركية ونظام الحصص ( Tariffs and Quotas ) والتفضيلات للسلع المحلية مقابل السلع الأجنبية ( Preferences ) وإنتاجية الدولة ( Productivity ) .

**المجموعة الثانية :** وهي مجموعة العوامل المؤثرة على أسعار الصرف على المدى القصير وإحدى النظريات التي ناقشت تحديد الأسعار على المدى القصير هي نظرية سعر الفائدة التعادلية ( Interest Parity Condition ) والتي تفترض أن العائد المتوقع على الودائع المحلية يساوي العائد المتوقع على الودائع الأجنبية ، وبالتالي فإن أي عامل يؤثر على العائد على الودائع المحلية ، سيؤدي إلى تغيرات في أسعار الصرف مثل أسعار الفائدة على الودائع المحلية وأسعار الفائدة على الودائع الأجنبية .

وتمثل الأشكال التالية ضمن النموذج رقم ( 2 ) مجموعة العوامل الكلية المؤثرة على أسعار الصرف التوازنية في نظام أسعار الصرف الحرة

### نموذج رقم ( 2 )

مجموعة العوامل الكلية المؤثرة على أسعار الصرف التوازنية في نظام أسعار الصرف الحرة

العوامل	التغير في العامل	الاستجابة للتغير في أسعار الصرف	رقم الشكل	التمثيل البياني
أسعار الفائدة المحلية	#	#	1	
أسعار الفائدة الأجنبية	#	\$	2	

مستويات الأسعار المحلية المتوقعة (مقارنة بالدول الأخرى)	#	\$	3	
الحصص والتعرفة الجمركية المتوقعة	#	#	4	
الطلب المتوقع على الاستيراد	#	\$	5	
الطلب المتوقع على التصدير	#	#	6	
الإنتاجية المتوقعة	#	#	7	

Mishkin, Frederic S, The Economics of Money Banking and Financial Markets, op, cit. P 183 .

وتشير الرموز إلى ما يلي :

$R_D$  : العائد المتوقع على الودائع (بالعملة المحلية) .

$R_F$  : العائد المتوقع على الودائع (بالعملة الأجنبية) .

$E_t$  : سعر الصرف الحالي للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية .

ويلاحظ من الشكل رقم (1) ضمن النموذج أعلاه أن زيادة الفائدة على الودائع المحلية ، سيزيد الطلب على الدينار الأردني من قبل الأجانب للحصول على عائد أعلى على ودائعهم وبالتالي سيرتفع المنحنى من  $R_{D1}$  إلى  $R_{D2}$  ويرتفع معه سعر صرف الدينار الأردني مقابل العملة الأجنبية من  $E_1$  إلى  $E_2$  .

بالمقابل إذا ارتفعت أسعار الفائدة الأجنبية كما في الشكل رقم (2) ضمن النموذج فإن ذلك يعني زيادة طلب الأردنيين على العملة الأجنبية لارتفاع العائد عليها ، وبالتالي سينتقل منحى العائد على العملة الأجنبية من  $R_{F1}$  إلى  $R_{F2}$  مسبباً انخفاض سعر صرف الدينار الأردني من  $E_1$  إلى  $E_2$  .

أما إذا ارتفعت مستويات الأسعار المحلية ( أسعار السلع ) فإن الطلب على السلع الأجنبية سيزيد وبالتالي سيزيد الطلب على العملة الأجنبية ، وسينقل ذلك منحى العائد على العملة الأجنبية من  $R_{F1}$  إلى  $R_{F2}$  ، وسيسبب ذلك انخفاض سعر صرف الدينار الأردني من  $E_1$  إلى  $E_2$  ( شكل رقم 3 ) .

أما إذا قامت دولة كالأردن مثلاً بزيادة القيود الجمركية على استيراد السلع الأجنبية ، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية البديلة أو يقلل الطلب على السلع الأجنبية نتيجة هذه القيود مما ينقل منحى العائد على الودائع الأجنبية لليسار ( أي ينخفض نتيجة انخفاض الطلب على العملة الأجنبية ) من  $R_{F1}$  إلى  $R_{F2}$  وبالتالي يرتفع سعر صرف الدينار الأردني مقابل العملة الأجنبية ( شكل رقم 4 ) .

وفي حالة زيادة الطلب المتوقع على الاستيراد كما في الشكل رقم (5) فإن منحى العائد على العملة الأجنبية سينتقل لليمين من  $R_{F1}$  إلى  $R_{F2}$  نتيجة زيادة الطلب على العملة الأجنبية لتمويل المستوردات ، مما يعني انخفاض سعر صرف الدينار الأردني مقابل العملة الأجنبية .

أما في حالة زيادة الطلب المتوقع على التصدير كما في الشكل رقم (6) ضمن النموذج فإن ذلك يعني زيادة طلب الأجانب على العملة المحلية ، مما ينقل منحى العائد على العملة المحلية لليمين أي يرتفع نتيجة ارتفاع الطلب على العملة المحلية وبالتالي يرتفع سعر صرف العملة المحلية .

وإذا زادت انتاجية الدولة مقارنة بالدول الأخرى شكل رقم (7) فإن القطاعات الاقتصادية تستطيع عندها تخفيض الأسعار ، مما يعني زيادة الطلب الأجنبي على سلع تلك الدولة وزيادة الطلب على عملتها المحلية ، مما ينقل منحى العائد لليمين من  $R_{F1}$  إلى  $R_{F2}$  وبالتالي يرتفع سعر صرف العملة المحلية من  $E_1$  إلى  $E_2$  .

## 2-2-2 نظم أسعار الصرف الثابتة Fixed Exchange Rate Systems

وهي عبارة عن أسعار صرف مثبتة إما إلى عملة واحدة ( Paged Currency ) إذ تثبت الدول عملتها إلى عملة دولية رئيسة دون تعديلات إلا في حالات نادرة وتعلن مسبقاً مقدار التعديل مقابل عملة الارتكاز (Peg) .

أو تثبت الدولة سعر صرف عملتها إلى سلة من العملات ( Basket Currency ) تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين أن تلجأ الدولة إلى تثبيت عملتها مقابل وحدة معيارية مثل وحدة حقوق السحب الخاصة Special Drawing Rights ( SDR<sub>s</sub> ) أو الوحدة الأوروبية<sup>(1)</sup> .

وتاريخياً ساد نظام تثبيت العملات مقابل بعضها بعضاً بهامش تغيير لا يتجاوز 1% في اتفاقية بريتون وودز ، ثم عدل هامش التغيير في العام 1971 ليصبح 4.5 صعوداً وهبوطاً لتلافي انهيار النظام إلا أن ذلك لم يسعفه من الاستمرار طويلاً<sup>(2)</sup> .

وهذا النظام يبقي سعر صرف العملة المحلية ثابتاً مقابل عملة التثبيت أو مقابل سلة من العملات أو وحدة SDR ويسير معها ( هبوطاً أو صعوداً ) مقابل العملات الأخرى<sup>(3)</sup> .

وبالتالي يتيح ذلك للمنتجين القدرة على تحديد الكميات التي يرغبون في إنتاجها في ضوء تقديرهم للأرباح المتوقعة على أساس السعر الثابت للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية وكذلك الضمانة للمستثمرين بتحويل أرباح استثماراتهم سواء من العملة المحلية أو العكس بسعر صرف ثابت .

إلا أن من مساوئ هذا النظام أنه يعكس الأوضاع الاقتصادية السيئة لدولة عملة التثبيت إلى العملة المحلية ، كما أنه يفرض على السلطات النقدية الاحتفاظ باحتياطيات كبيرة من العملات الأجنبية للحفاظ على حدود تثبيت العملة ، مما يشكل عبئاً كبيراً على تلك السلطات لإدارة وتجميع تلك الاحتياطيات<sup>(4)</sup> ، وأخيراً فإن ربط الدولة لعملتها يعني أن المستثمرين يبحثون عن الدولة ذات سعر الفائدة الأعلى للاستثمار ، مما يعني تقييد الدولة لحريّة حركة رؤوس الأموال وتعطيل فعالية السوق في حالة استخدام أنظمة الصرف الثابتة<sup>(5)</sup> .

(1) الصادق وآخرون ، مرجع سابق ، ص 49 .

(2) شكري عوض ، مرجع سابق ، ص 27 .

(3) Madura , op. cit, p 179 .

(4) طراد إسماعيل ، مرجع سابق ، ص 51 .

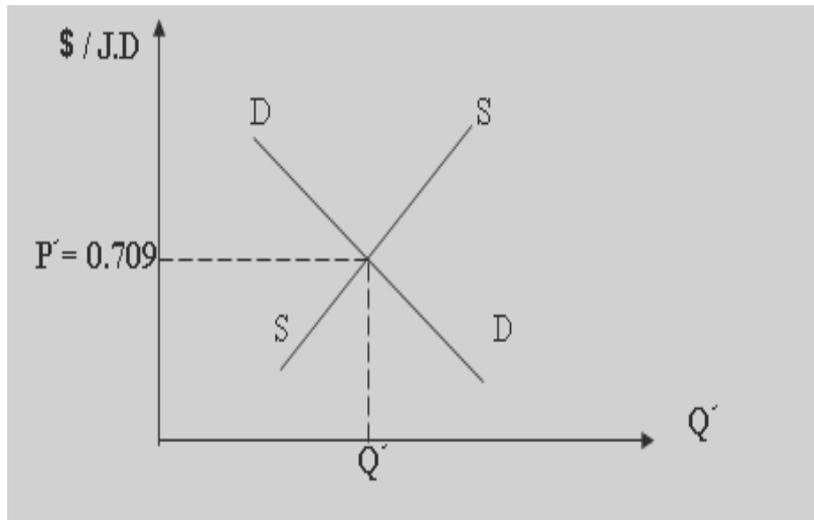
(5) Madura , op. cit, p 179 .

ويتحدد سعر صرف العملة في نظم أسعار الصرف الثابتة بتقاطع منحنى الطلب على العملة المحلية مع منحنى عرض العملة المحلية ولكن عند سعر توازني محدد مسبقاً من قبل السلطات النقدية .

ويمثل الشكل رقم ( 3 ) آلية تحديد سعر الصرف الثابت

شكل رقم ( 3 )

آلية تحديد سعر صرف العملة في نظم أسعار الصرف الثابتة



فإذا ارتفع الطلب على العملة المحلية أو الأجنبية أو العكس ، فإن السلطات النقدية تقوم بالتدخل من خلال زيادة عرض أو طلب العملة المحلية والأجنبية لإعادة التوازن في سوق العملات عند السعر التوازني وهو يساوي بالنسبة للدولار مقابل الدينار الأردني 0.709 فلسات .

وقد نجحت بعض الدول في التحول التدريجي من أسعار الصرف الثابتة إلى الأسعار المرنة، باعتبارها اشكالا وسيطة من نظم الصرف كالربط المرن ( أي ربط العملة المحلية بعملة تثبيت أو سلة من العملات تعكس الشركاء التجاريين لتلك الدولة بحيث يسمح بإلغاء سعر الصرف الرسمي والتحرك في حدود ضيقة ضمن هامش مقداره 2 % لمدة 3 أشهر على الأقل ) .

وقد يكون التحول ضمن نطاقات التقلب الأفقية (إذ تظل قيمة العملة ضمن هذا الترتيب محصورة ضمن نطاقات تقلب لا تقل عن  $\pm 1\%$  حول السعر المركزي) أو التقلبات الزاحفة (إذ تعدل قيمة العملة وفقاً لهذا الترتيب تعديلاً دورياً وطفيفاً استجابة للتغيرات في مؤشرات

معينة مثل فروق التضخم بين الشركاء التجاريين) أو التعويم المدار قبل السماح بالتعويم الحر<sup>(1)</sup> .

وهناك شروط أربعة لنجاح عملية التحول من أنظمة أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار الصرف المرنة هي :

وجود سوق للنقد الأجنبي تتسم بالعمق والسيولة ، ووجود سياسات متماسكة تحكم تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي ، واستخدام ركيزة اسمية ملائمة تحل محل سعر الصرف الثابت ، وأخيراً توفر نظم فعالة لتقييم وإدارة مخاطر سعر الصرف في القطاعين العام والخاص<sup>(2)</sup> .

## 2-2-3 محددات وضوابط سعر الصرف في الأردن Exchange Rate Regime

### Considerations in Jordan

إن عملية اختيار نظام أسعار صرف ملائمة لاقتصاد ما موضوع خلافي تزايد الاهتمام به من قبل صانعي السياسات ، والأكاديميين والاقتصاديين نتيجة العدد المتنامي من الأزمات المالية الدولية ( المكسيك 1994 ، وشرق آسيا 1998 ، وروسيا والبرازيل 1998-1999 ، والأرجنتين وتركيا 2000 ) وتأثير العديد من العوامل ذات العلاقة .

فقد قامت العديد من الدول بربط عملتها مع عملات أخرى ولكن حدة ارتفاع وانخفاض قيمة عملة الارتكاز دفع العديد منها وبشكل فردي لمناقشة جدوى ربط عملاتها مع عملة الارتكاز .

وفي الأردن وعلى الرغم من أن الدينار يعد عملة قابلة كلياً للتحويل ، إلا أن السلطات قامت عملياً بتثبيت سعر صرف الدينار الأردني مع الدولار الأمريكي وبسعر تعادل يساوي 1.4104 دولار لكل دينار أردني منذ تشرين الأول 1995 وحتى الآن بالرغم من الارتفاع الحاد الذي شهده الدولار في الأعوام 1990 ، 2000 ، 2001 ثم انخفاضه وبشكل حاد أيضاً في الأعوام 2006 ، 2007 .

كما أن هناك العديد من العوامل التي يجب أخذها بالاعتبار عند اختيار سعر الصرف المناسب لاقتصاد معين خلال فترة زمنية معينة ، منها طبيعة صدمات العرض وصدّات الإنتاج ، ومرونة الأجور والرواتب والأسعار وحركة عوامل الإنتاج وحساسية الصادرات

(1) دوتاغوبتا وآخرون ، مرجع سابق ، ص 2 .

(2) دوتاغوبتا وآخرون ، مرجع سابق ، ص 6 .

لتحركات الأسعار والتنوع في السلع والصادرات ، بالإضافة إلى عوامل أخرى تشمل درجة الانفتاح الاقتصادي وتكامل الأسواق ودرجة حرية حركة رؤوس الأموال ودرجة اتساق السياسات الاقتصادية الكلية والشركاء التجاريين ومشاريع التكامل البيئية .

### 2-2-3-1 طبيعة صدمات الإنتاج Nature of Output Shocks

إن الأدبيات المبكرة حول نظرية مناطق العملة المثلى تفترض أن جدوى استخدام أسعار الصرف كأداة مستقلة ومؤثرة للسياسة النقدية تعتمد على عاملين بحسب تحليل ( Robert Mundell )<sup>(1)</sup> . هما طبيعة الصدمة التي يتعرض لها الاقتصاد ، ودرجة مرونة أسواق عوامل الإنتاج فكلما كانت الصدمة محددة بدولة معينة ، وكلما كانت أسواق عوامل الإنتاج أقل مرونة ، قل الاعتماد على استخدام أداة أسعار الصرف كأداة لتنفيذ السياسة النقدية للدولة بافتراض ثبات أسعار الصرف ومن المرجح أن يتم نقل تأثير تلك الصدمات إلى الشركاء التجاريين التي تتعامل معهم هذه الدولة إلا إذا تم تعديل أسعار الصرف<sup>(2)</sup> .

ويبنى Mundell نموذج على عدد من الافتراضات هي :

إن هناك انتقال تام لرأس المال ، أي أن رأس المال يتدفق إلى البلد الذي يكون فيه سعر الفائدة أعلى بحيث يستمر التدفق حتى تصبح أسعار الفائدة متساوية في جميع البلدان ، بالإضافة إلى صغر اقتصاد البلد المعني نسبة إلى الاقتصاد العالمي ، أي أن التغيير في عرض النقود في البلد المعني لا يؤثر على أسعار الفائدة في بقية العالم ، وبهذا فإن سعر الفائدة التوازني ( $i_w$ ) محدد مسبقاً .

كما أن مستوى الدخل في البلد المعني أقل من الدخل عند مستوى التشغيل الكامل ، وأن منحني عرض الناتج المحلي يتسم بمرونة تامة ، أي أن السعر في سوق السلع ثابت لا يتغير . وعليه يفترض تحليل Mundell وجود موارد عاطلة وتقنية إنتاج تتسم بثبات عائد الحجم ومعدل أجور اسمي ثابت ، ومضمون هذه الافتراضات ، هو أن عرض الناتج المحلي تام المرونة ، وأن مستوى السعر ثابت ، كما أن كلاً من الادخار والضرائب يرتفع مع ارتفاع الدخل ، وأن ميزان المدفوعات يعتمد على الدخل وسعر الصرف بينما يعتمد الاستثمار على الفائدة وأن الطلب على النقود يعتمد على سعر الفائدة والدخل .

(1) Mundell, Robert, 1961, " A Theory of Optimum Currency Area " , American Economic Review , Vol . 51, 1961 .

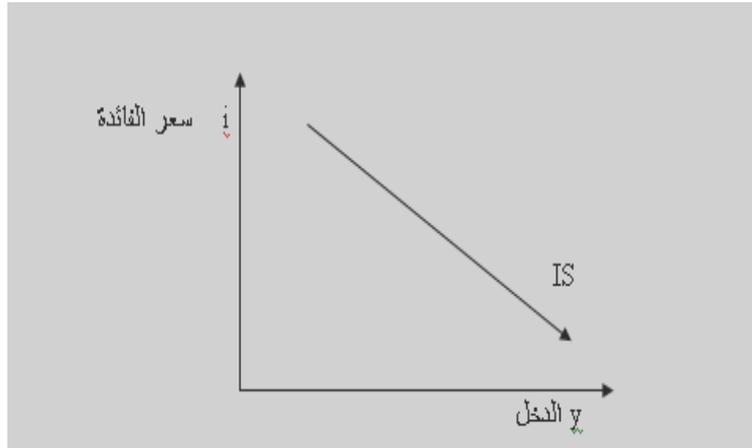
(2) الصادق وآخرون ، مرجع سابق ، ص 55 .

ولاستكمال تحليل Mundell ، لا بد من افتراض توازن أسواق السلع والنقد والاحتياطيات الدولية ، إذ يتحقق التوازن في السوق السلعي بتساوي الادخار (S) مع الاستثمار (I) ، إذ يمثل الادخار دالة متزايدة في الدخل ، كما يمثل الاستثمار دالة متناقصة في سعر الفائدة (1) .

ويمثل المنحنى IS في الشكل رقم ( 4 ) التوازن في سوق السلع .

شكل رقم ( 4 )

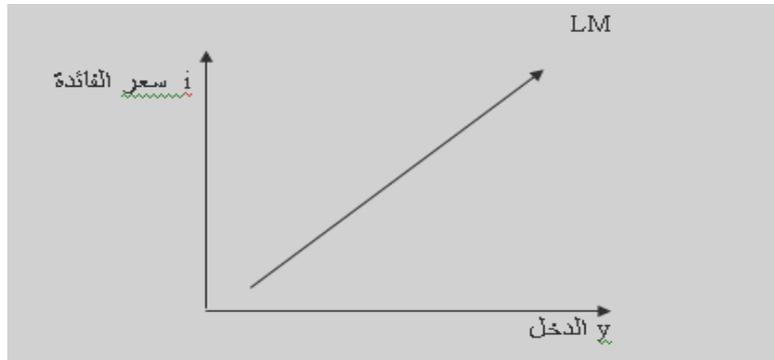
التوازن في سوق السلع



بينما يحدث التوازن في السوق النقدي عندما تتساوى كمية النقود المعروضة مع كمية النقود المطلوبة، ويتأثر الطلب على النقود بسعر الفائدة ، كما يتأثر العرض بعوامل مؤسسية(2) وبالتالي يمكن تمثيل العلاقة التوازنية في سوق النقد بالمنحنى في الشكل رقم ( 5 ) .

شكل رقم ( 5 )

التوازن في السوق النقدي



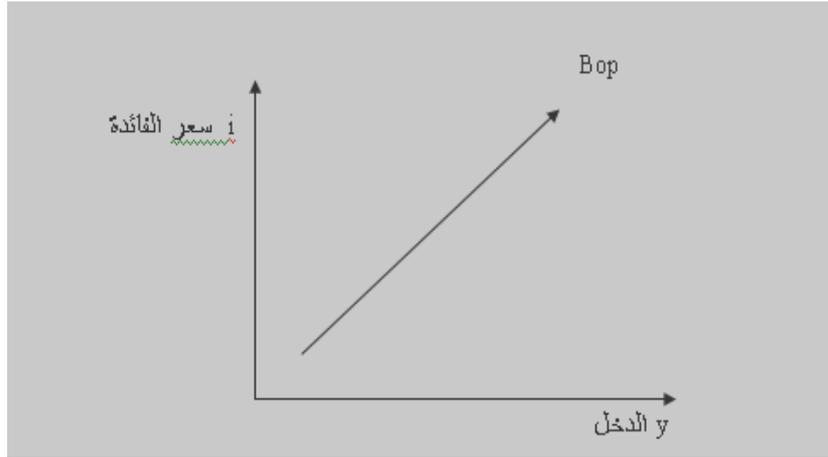
(1) علي عبد المنعم السيد والعيسى نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية ، ط1 ، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن ، 2004 ، ص 326 .  
(2) المرجع نفسه ، ص 334 .

ويكون سوق الصرف الأجنبي متوازناً عندما يكون التغيير الفعلي في الاحتياطات مساوياً للحجم الذي يريده البنك المركزي .

ويمثل المنحنى في الشكل رقم ( 6 ) توازن ميزان المدفوعات Bop

شكل رقم ( 6 )

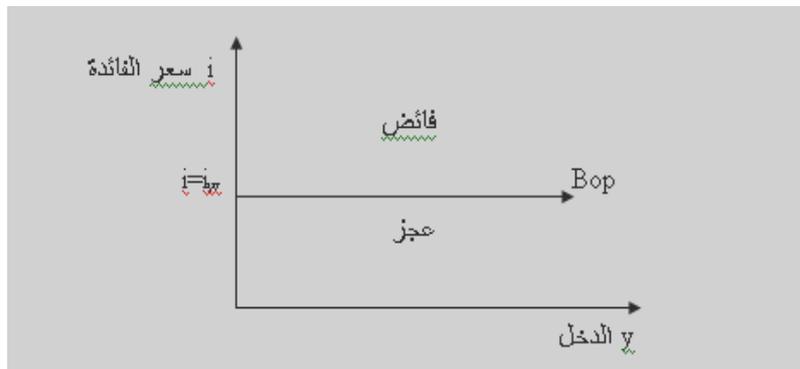
التوازن في ميزان المدفوعات



وبافتراض الحرية التامة لانتقال رأس المال كما افترضنا في نموذج Mundell ، فإن منحنى ميزان المدفوعات Bop يصبح أفقياً كما في الشكل رقم ( 7 ) :

شكل رقم ( 7 )

التوازن في ميزان المدفوعات بافتراض الحرية التامة لانتقال رأس المال



وسعر الفائدة ( $i_w$ ) هو السعر الذي يحقق توازن القطاع الخارجي (ميزان المدفوعات) وهو متغير مستقل يحدد خارج النموذج في سوق المال العالمي ، فإذا كان سعر الفائدة في

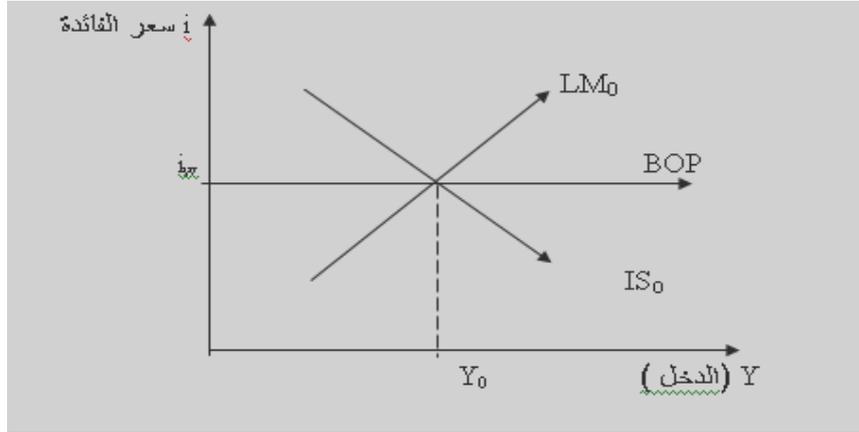
الدولة أعلى من سعر الفائدة العالمي (  $i_w$  ) فإن رأس المال ينساب بشكل كبير إلى داخل الدولة .

وإذا كان سعر الفائدة المحلي أقل من (  $i_w$  ) فإن رأس المال يتدفق بشكل كبير إلى بقية العالم ؛ لذا فإن منحنى ميزان المدفوعات أفقي عند مستوى (  $i_w$  ) وتمثل المنطقة تحت منحنى Bop عجزاً في ميزان المدفوعات ، بينما تمثل المنطقة فوق المنحنى فائضاً في ميزان المدفوعات .

وبجمع منحنيات IS و LM و Bop في نموذج واحد يظهر لنا الشكل رقم ( 8 )

### شكل رقم ( 8 )

التوازن في السوق السلعي والسوق النقدي وسوق الاحتياطات الدولية



وتشير الرموز إلى ما يلي :

LM : تمثل منحنى توازن سوق النقد .

IS : تمثل منحنى توازن سوق السلع .

Bop : تمثل منحنى توازن ميزان المدفوعات ( بافتراض حرية تامة لحركة رأس المال )  
ويمكن الاستعانة بالنموذج أعلاه للمفاضلة بين ثبات ومرونة سعر الصرف في ظل طبيعة الصدمات المحلية .

### 2-2-3-2 الصدمة النقدية في ظل أنظمة أسعار الصرف المختلفة :

تؤدي السياسة النقدية التوسعية المتمثلة بزيادة عرض النقد إلى عدد من الآثار تتمثل في انخفاض سعر الفائدة المحلية إلى  $i_1$  بحيث يصبح أقل من سعر الفائدة العالمي بالإضافة إلى

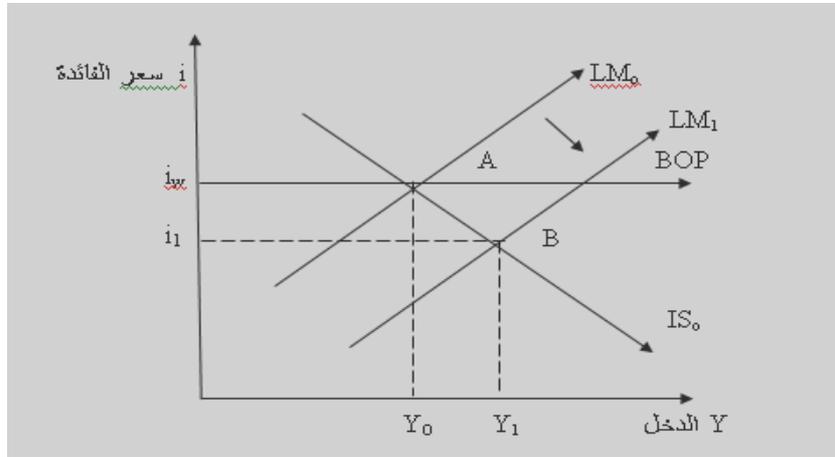
تدفق رأسمالي إلى الخارج نتيجة لانخفاض سعر الفائدة ، يؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات .

لذلك سيقوم البنك المركزي في ظل ثبات أسعار الصرف ببيع النقد الأجنبي للحفاظ على سعر الصرف عند مستواه ، وبالتالي تتخفض السيولة النقدية ، وتستمر هذه العملية إلى أن يتساوى تدفق رأس المال إلى الخارج مع حجم التوسع النقدي ، بحيث يعود مستوى عرض النقد إلى ما كان عليه ، أي إلى أن يعود  $LM_1$  إلى  $LM_0$  ، وبالتالي سيرتفع سعر الفائدة المحلي  $i_1$  مرة أخرى إلى  $i_w$  ويتوقف التدفق الرأسمالي للخارج ، ويعود الدخل إلى  $Y_0$  . ويشير هذا التحليل إلى أن أثر الصدمة النقدية المحلية على الدخل عابر وغير قابل للاستمرار في ظل ثبات سعر الصرف .

ويمثل شكل رقم ( 9 ) أثر التوسع النقدي في ظل ثبات سعر الصرف

شكل رقم ( 9 )

أثر التوسع النقدي في ظل ثبات سعر الصرف



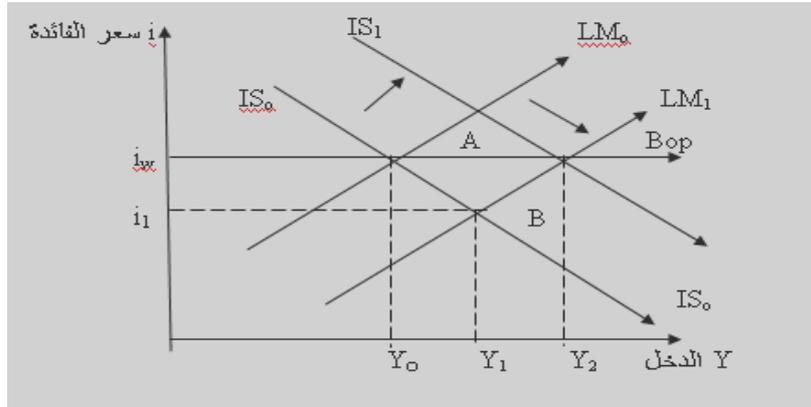
أما في ظل أسعار الصرف المرنة ، فإن الصدمة النقدية المحلية المتمثلة في التوسع النقدي والتي تؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة ، وإلى تدفق رأسمالي للخارج يتجسد في عجز ميزان المدفوعات ، وبالتالي ارتفاع سعر الصرف ، سيؤدي إلى تحسين الحساب الجاري وتحفيز التوظيف والدخل ، وتستمر هذه العملية إلى أن يتحقق توازن جديد عند مستوى دخل يتسق مع استيعاب الزيادة في عرض النقد ، وبما أن سعر الفائدة يجب أن يعود إلى مستوى

$i_w$  ، فإن الدخل يجب أن يزداد إلى  $Y_2$  بالتناسب مع الزيادة في النقود ، على أن النسبة هي نسبة الدخل إلى النقود ، أي سرعة النقود ، وبالتالي فإن منحنى سوق السلع  $IS$  ينتقل من  $IS_0$  إلى  $IS_1$  .

ويبين الشكل رقم ( 10 ) اثر التوسع النقدي في ظل أسعار الصرف المرنة

شكل رقم ( 10 )

اثر التوسع النقدي في ظل أسعار الصرف المرنة



### 3-3-2-2 الصدمة الحقيقية المحلية وأسعار الصرف :

تؤدي السياسة المالية التوسعية المتمثلة في زيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض الضرائب إلى عدد من الآثار تتمثل في التالي ارتفاع سعر الفائدة المحلية من  $i_1$  إلى  $i_w$  والذي يؤدي إلى تدفق رأسمالي من الخارج إلى داخل الاقتصاد ، وبالتالي فائض في ميزان المدفوعات .

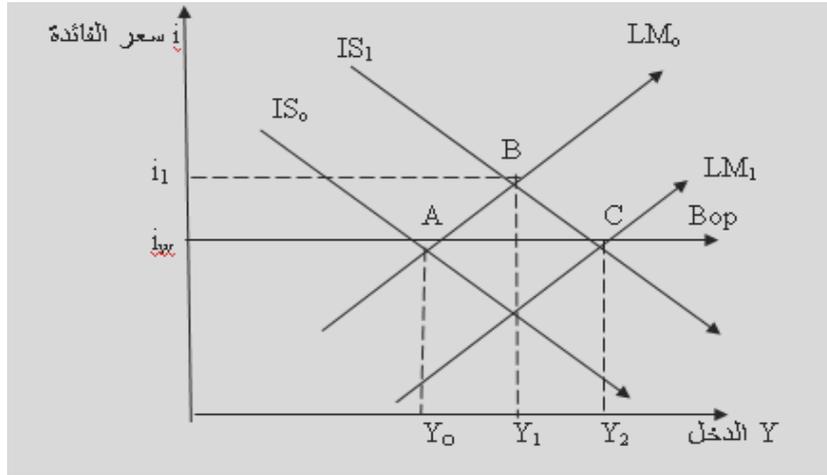
وفي ظل ثبات سعر الصرف سوف يشتري البنك المركزي النقد الأجنبي للحفاظ على سعر الصرف عند مستواه ، وبالتالي تزيد السيولة النقدية وتستمر هذه العملية إلى أن يتساوى عرض النقد والطلب على النقد ( لغايات الاستثمار الداخلي من قبل الأجانب ) عند مستوى الفائدة  $i_w$  ويحدث هذا عندما يرتفع الدخل إلى  $Y_2$  ، ويعود التوازن في سوق النقد والسلع والقطاع الخارجي عند نقطة C .

ويشير هذا التحليل إلى أن الصدمة المحلية الحقيقية تؤدي إلى زيادة الدخل والتوظيف في ظل ثبات سعر الصرف .

ويبين الشكل رقم ( 11 ) اثر التوسع في السياسة المالية في ظل ثبات سعر الصرف

شكل رقم ( 11 )

أثر التوسع في السياسة المالية في ظل ثبات سعر الصرف

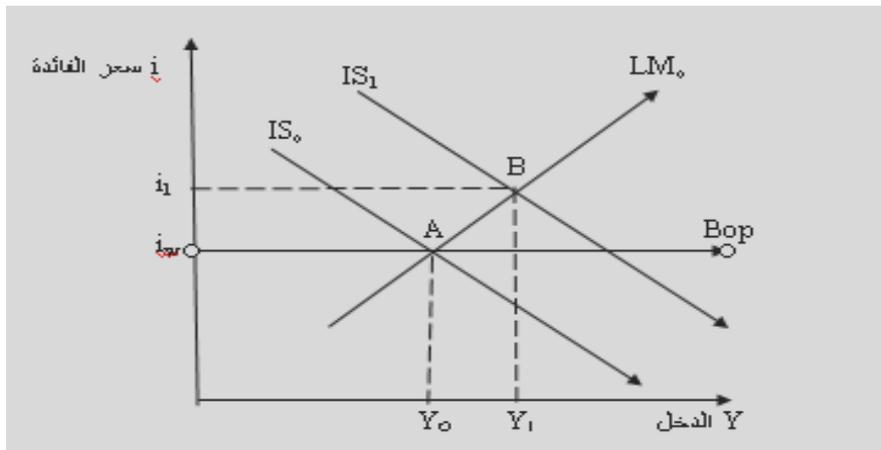


في ظل مرونة سعر الصرف ، يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تدفق رأسمالي إلى الداخل، وبالتالي انخفاض قيمة العملة الأجنبية ( أي ارتفاع قيمة العملة المحلية ) وإلى عجز في الحساب الجاري ، وبالتالي إلى أثر سلبي على الدخل والتوظيف ، وأثر التوسع المالي على الدخل ، وأثر ارتفاع قيمة العملة المحلية على الدخل متساويان ولكنهما متعاكسان ، وبالتالي فإن الدخل والتوظيف يعودان إلى ما كانا عليه ، ويعود توازن ميزان المدفوعات وسوق النقد وسوق السلع عند نقطة A في الشكل رقم ( 12 ) ، ويشير هذا التحليل إلى أن السياسة المالية تفقد قوتها كعامل استقرار عندما يكون سعر الصرف مرناً .

ويبين الشكل رقم ( 12 ) أثر التوسع في السياسة المالية في ظل سعر الصرف المرن

شكل رقم ( 12 )

أثر التوسع في السياسة المالية في ظل سعر الصرف المرن



يعد عرض النقود في ظل نظام سعر الصرف الثابتة متغيراً داخلياً ؛ لذلك فإن الاضطرابات التي تحدث في سوق النقد المحلي ( الصدمات النقدية ) يجري امتصاصها من خلال التغيرات في الاحتياطات الدولية دون التأثير على أوضاع العرض والطلب في سوق السلع التي تقرر مستوى النشاط الاقتصادي .

وبالمقابل عندما تحدث اضطرابات في سوق السلع ( الصدمات المحلية حقيقية ) ، يجب تعديل سعر الصرف لتحقيق الاستقرار في الناتج المحلي من خلال توليد ( أو سحب ) الطلب الخارجي ، فعلى سبيل المثال ، يؤدي ارتفاع قيمة سعر صرف العملة إلى تخفيض ( أثر صدمة الطلب إيجابياً ) من خلال تحفيز الاستيراد ، أي تحويل جزء من الطلب الإضافي إلى الخارج .

وبشكل عام فإن استهداف تحقيق الاستقرار في الناتج في ظل صدمات عابرة ، يتطلب تعديل سعر الصرف عندما تنشأ الصدمة من الخارج أو من سوق السلع المحلية ، وتثبيت سعر الصرف عندما تتجم الصدمة عن سوق النقد المحلية ، ولكن السمات الهيكلية للاقتصاد المتمثلة في الانفتاح التجاري ، ودرجة حرية حركة رأس المال ، والمرونة في سوق العمل ، تؤثر في الصفات العازلة لأنظمة الصرف .

لذلك فتعديل أسعار الصرف الاسمية قد يكون أداة نقدية مهمة للتعامل مع الصدمات التي تؤثر على دولة بحد ذاتها ، وذلك إذا كانت رؤوس الأموال والأيدي العاملة مستخدمة بالكامل ومحددة في منطقة جغرافية معينة ولا تنتقل أو هناك صعوبة في انتقالها .

إن الأدبيات الحديثة حول مناطق العملة أدركت أهمية تحليل مصدر الصدمة في مواجهة الاقتصاد عند اتخاذ قرار حول بدائل أسعار الصرف .

فالصدمات المحلية المرتبطة بالطلب على النقد تشجع على استخدام أسعار الصرف الثابتة، والتي تسمح باستقرار مستوى الأسعار ، وبالمقابل في مواجهة الصدمات الحقيقية ، فإن الاقتصاد يستفيد من أسعار الصرف المرنة والتي تسهل وتخفف من تكاليف التعديل في ظل وجود بطء في تحركات الأسعار والأجور .

لقد عُدَّ الأردن من البلدان المعرضة لعدد من الصدمات الحقيقية بما فيها تأثر المنطقة بأسعار النفط ، والتطورات السياسية ، وتحول وانتقال الحوالات للعاملين والمساعدات من المانحين ، وفي نفس الوقت واجه الأردن عدم استقرار ناتج عن نشاطات نقدية ، فقد كان هناك حالة من عدم التأكد تتعلق باحتفاظ الفلسطينيين في الضفة والقطاع بالدينار الأردني مع

احتمالية طرح العملة الفلسطينية ، بالإضافة إلى توسع البنك المركزي في استخدام أدوات السياسة النقدية للمحافظة على استقرار الأسعار نتيجة ارتفاع مستويات التضخم ولذلك فإن استخدام أسعار الصرف الثابتة أو المرنة يتحدد اعتماداً على الهدف الموضوع من قبل السلطات النقدية .

ولما كان الهدف المعلن من قبل البنك المركزي الأردني هو محاربة التضخم وتحقيق استقرار الأسعار ، فإن الميل لاستخدام أسعار الصرف الثابتة تكون مرغوبة في الأردن أكثر من أسعار الصرف المرنة .

#### 2-2-3-4 تنوع الصادرات والمنتجات Product and Export Diversification :

إن التركيز الكبير على زيادة الصادرات يشجع وجود أسعار صرف مرنة ، فإذا كان الاقتصاد متنوع القطاعات على شكل إنتاج وصادرات ، فإن حدوث صدمة لقطاع معين أو صناعة معينة سيكون تأثيرها أقل على الاقتصاد بشكل عام وذلك كون هذا القطاع لا يمثل سوى جزء من الإنتاج الكلي ، وفي الدول المتقدمة اقتصادياً كونها أكثر تنوعاً في قطاعاتها وفي إنتاجها ، فإنها تواجه صدمات حقيقية بنسب أقل لأنه يمكن التغلب عليها بتغيير أسعار الصرف الاسمية .

وبما أن الأردن عبارة عن دولة صغيرة ذات اقتصاد صغير ، وتركز على سلع وأسواق تصديرية في الشرق الأوسط وأوروبا ، والولايات المتحدة الأمريكية ، فقد قوي ذلك التحرك باتجاه استخدام أسعار صرف مرنة ، وعملياً من الممكن اعتبار أن أسعار الصرف المرنة ستساعد على التغلغل في أسواق جديدة ، وخاصة في حال قوة الدولار الأمريكي .

وبيين الجدول رقم ( 1 ) التوزيع الجغرافي للصادرات الأردنية والشركاء التجاريين الرئيسيين للأردن .

#### جدول رقم ( 1 )

التوزيع الجغرافي للصادرات الأردنية والشركاء التجاريين الرئيسيين للأردن (%)

السنة	الدول العربية	الدول الأوروبية	الولايات المتحدة	الهند	اليابان والصين	بلدان أخرى
1985	51	12	0.34	18	3	15.66
1986	45	18	0.14	15	6	15.86
1987	52	15	0.37	9	7	16.63

17.63	7	17	0.37	16	42	1988
22.47	5	18	0.53	9	45	1989
23.43	5	21	0.57	8	42	1990
36.62	8	18	0.38	8	29	1991
39.34	4	15	0.66	6	35	1992
36.0	3	10	1.0	9	41	1993
36.0	3	11	1.0	7	42	1994
31.50	3	11	1.5	8	45	1995
32.00	2	8	1.0	10	47	1996
27.54	3	9	0.46	8	52	1997
33.47	2	11	0.53	8	45	1998
30.1	4	17	0.90	7	41	1999
32.0	4	16	4.0	4	40	2000
19.0	3	11	12.0	5	50	2001
15.0	3	10	20.0	4	48	2002
15.0	3	8	28.0	5	41	2003
14.0	1	8	31.0	5	41	2004
11.0	1	10	31.0	4	43	2005
11.0	1	10	31.0	4	43	2006

تم احتساب النسب من قبل الباحث اعتمادا على البيانات الإحصائية المنشورة في العدد الخاص للبنك المركزي تشرين أول 2004 ، ص 43 ، والنشرة الشهرية عدد رقم 3 ، مجلد 4 ، آذار ، 2008 .

يلاحظ من الجدول رقم ( 1 ) أن الصادرات الأردنية تركزت في أربع مجموعات رئيسية هي ( حسب أهميتها ) : مجموعة الدول العربية ، ثم الولايات المتحدة الأمريكية ، ثم الهند وأخيرا مجموعة الدول الأوروبية وبقية دول العالم وهذا يعني أن الصادرات الأردنية وصلت إلى معظم الكتل الاقتصادية الرئيسية في العالم وإن اختلفت النسبة . فالصادرات إلى الدول العربية حافظت على استقرار نسبي في معدلاتها طيلة فترة الدراسة وإن تراوحت بين نسبة 29% كحد أدنى عام 1991 ونسبه 52% كحد أعلى عام 1987 و 1997 ويرجع تدني النسبة عام 1991 إلى اندلاع أزمة الخليج الثانية في ذلك العام وعدم سلامة خطوط التصدير والمشكلات التي رافقت أزمة الخليج الثانية .

ويلاحظ أن حصة الولايات المتحدة الأمريكية قد تزايدت من الصادرات الأردنية وتحديداً من العام 2000 وهو العام الذي يؤرخ به توقيع اتفاقية التجارة الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية ولتنمو النسبة وباضطراد لتصل إلى 31% من مجموع الصادرات في الثلاثة أعوام الأخيرة من هذه الدراسة .

وتعد الهند الشريك التجاري الرئيسي الثالث للأردن بعد الدول العربية والولايات المتحدة وبنسبة وسطية تبلغ 13% من حجم الصادرات الأردنية وهي تفوق النسبة الوسيطة للصادرات إلى مجموع الدول الأوروبية بحوالي 5% ويرجع ارتفاع حصة الهند من الشراكة التجارية الأردنية إلى حجم الصادرات الأردنية التقليدية ( الأسمدة والفوسفات والبوتاس ) الكبير إلى الهند ( المستورد الأول ) ودخول الهند كشريك في إنتاج هذه المواد مع الحكومة الأردنية . ورغم أن هذه السلع غير مرنة سعرياً ، إلا أن تزايد الطلب العالمي عليها باستمرار وخصوصاً في السنوات الثلاث الأخيرة بات يشكل مصدراً رئيساً من مصادر الدخل المحلي .

كما يمكن تفضيل أسعار الصرف الثابتة إذا كانت الدولة متخصصة بشكل كبير في استيراد سلعة معينة ( كالنفط بالنسبة للأردن ) إذ ستعمل عملية التثبيت على المحافظة على سعر صرف العملة الوطنية ثابتاً ، وبالتالي تتجنب أي ارتفاع إضافي في قيمة المستوردات نتيجة انخفاض قيمة العملة الوطنية . ( قادوس ، 1999 ، ص 89 ) .

ويبين الجدول رقم ( 2 ) التركيب السلعي للمستوردات الأردنية وخلال فترة الدراسة وحسب الأغراض الاقتصادية

#### جدول رقم ( 2 )

التركيب السلعي للمستوردات الأردنية وخلال فترة الدراسة وحسب الاغراض الاقتصادية (%)

السنة	سلع استهلاكية	محروقات ووقود	سلع وسيطة أخرى	سلع رأسمالية	أخرى
1985	36	18	25	18	3
1986	42	13	23	17	5
1987	40	16	24	18	2
1988	36	13	26	21	4
1989	34	17	26	21	2
1990	25	18	40	15	2

1	15	42	14	28	1991
2	21	39	13	25	1992
2	23	40	12	23	1993
2	22	41	12	23	1994
-	21	43	13	23	1995
-	22	42	12	24	1996
-	22	41	13	24	1997
3	22	41	9	25	1998
-	20	38	12	30	1999
2	18	35	15	30	2000
1	19	39	14	27	2001
2	18	38	15	27	2002
2	17	39	16	26	2003
2	18	38	18	24	2004
2	19	33	22	24	2005
1	18	32	23	26	2006

تم احتساب النسب من قبل الباحث اعتماداً على البيانات الإحصائية المنشورة في العدد الخاص للبنك المركزي تشرين أول 2004 ، ص 40 ، والنشرة الشهرية عدد رقم 3 ، مجلد 4 ، آذار ، 2008 .

يلاحظ من الجدول رقم (2) أن السلع الاستهلاكية بقيت نسبتها شبه ثابتة من مجموع المستوردات وإن تناقصت في الثمانينات من القرن الماضي وهي تدور حول وسط حسابي حوالي 28% فيما يلاحظ أن هناك ارتفاعاً ملحوظاً في نسبة مستوردات الوقود وخصوصاً في السنوات التي تلي عام 2003 وهو العام الذي يؤرخ له بداية ارتفاع أسعار الوقود عالمياً لتصل النسبة إلى 23% من مجموع المستوردات عام 2006 بينما حافظت بقية السلع على نسب نمو متدنية كالسلع الوسيطة الأخرى والسلع الرأسمالية .  
ومع استمرار أسعار النفط بالارتفاع فإن أسعار الوقود ستزداد قيمتها ضمن فاتورة المستوردات .

## 2-2-3-4-1 حساسية الصادرات إلى التحركات في الأسعار :

إن الدراسات السابقة في الأردن ، باستخدام المعلومات السنوية حتى منتصف التسعينيات، أكدت أن الصادرات غير التقليدية أكثر حساسية للسعر ، بينما الصادرات التقليدية ( البوتاس ، الفوسفات ، الأسمدة ) ليست مرنة سعرياً وأن نتائج معادلات التصدير المقدرة ( Estimated Export Equations ) باستخدام البيانات للسنوات الأخيرة لم تجد أي تأثير احصائي ذا مغزى لأسعار الصرف الحقيقية المبنية على مؤشرات أسعار المستهلك CPI على الصادرات للسلع والخدمات (1) .

## 2-2-3-5 الانفتاح الاقتصادي ( Economic Openness ( exposure ) :

يقصد بالانفتاح الاقتصادي درجة انكشاف الدولة للخارج ويعد الانفتاح ظاهرة اقتصادية تواجه صعوبة كبيرة في تحديدها أو قياس مقدارها ، وهناك العديد من المؤشرات التي تقيس مقدار الانفتاح الاقتصادي للدول من أهمها مؤشرات الانفتاح التجاري كمؤشر نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج القومي الإجمالي والذي تقيس مدى تأثر وشدة حساسية الاقتصاد الوطني للتغيرات التي تطرأ على التجارة الخارجية سواء أكان مصدرها داخلياً أم خارجياً (2) . وانخفاض هذه النسبة يعني اعتماد أقل للدولة على الدول الخارجية وارتفاعها يعني اعتماد الدولة أكثر على العالم الخارجي .

وتلعب درجة انفتاح الدول دوراً مهماً في تحديد أنظمة الصرف الملائمة لها فالدول (كالأردن ) والتي تتمتع بدرجة انفتاح كبير في اقتصادياتها ستجد أن من الملائم لها أن تستخدم أنظمة الصرف الثابتة والتي تتيح لها تحقيق الاستقرار في حجم تجارتها الخارجية نتيجة التقلبات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية ( فيما لو كانت العملات معومة ) وهذا سيقود إلى الاستقرار في حجم التجارة الخارجية للدولة (3) .

كما أن اختيار أسعار صرف ثابتة في الدول ذات الاقتصاديات المفتوحة سيجنبها التقلبات الحادة في أسعار السلع فيما لو اتبعت نظام أسعار صرف مرنة ، وذلك لأن أسعار الصرف المرنة لن تؤدي إلى تقلبات فقط في سعر الصرف الاسمي ولكن ستعمل على انتقال هذه التقلبات إلى التكاليف والأسعار المحلية مما يحدث خللاً كبيراً في توازن قطاع السلع المحلية

(1) Bhattacharya Rina, " Exchange Rate Regime Considerations for Jordan and Lebanon", Working Paper, No 03/137, IMF, Middle Eastern Department, USA , 2003, p 11 .

(2) جرادات فريد سالم ، مرجع سابق ، ص 40 .

(3) قادوس مقداد عبد الجبار حامد ، مرجع سابق ، ص 87 .

( غير المتاجر بها ) والتي ستخفض أسعارها نتيجة انخفاض أسعار السلع المستوردة مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى البطالة .

بالمقابل فإن الدول ذات الاقتصادات المغلقة التي ينخفض فيها نصيب التجارة الخارجية من الناتج القومي الإجمالي ستلجأ إلى استخدام أسعار صرف مرنة ، لأنه من المكلف لها أن تقوم بتصحيح الاختلالات الخارجية من خلال سياسة تضخمية أو انكماشية محلية . وقد تم احتساب مؤشر التجارة الخارجية حسب المعادلة التالية : (1) .

$$\% 100 \times \frac{\text{الصادرات والمستوردات من السلع والخدمات}}{\text{الناتج القومي الإجمالي}}$$

وقد اعتبر بعض الباحثين أن نسبة 40 % هي مقياس للانكشاف التجاري والتي هي ضعف نسبة 20% للمستوردات للناتج المحلي الإجمالي (2) .  
في حين اعتبر آخرون أن درجة الانكشاف تحددها معادلة الوسط الهندسي لنسب مجموعة من دول المقارنة وقد عُدت نسبة 55% حداً لمقياس انكشاف الدولة تجارياً (3) .  
وبيين الجدول رقم ( 3 ) نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج القومي الإجمالي ( مليون دينار ) في الأردن ولفترة الدراسة .

### جدول رقم ( 3 )

نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج القومي الإجمالي في الأردن ولفترة الدراسة

( مليون دينار )

السنة	حجم التجارة الخارجية		حجم الناتج القومي الإجمالي
	المستوردات	الصادرات	
1985	1074.445	255.346	2324.4
1986	850.199	225.615	2544.2
1987	915.555	248.773	2449.7
1988	1021.668	325.718	2514.2

(1) جرادات فريد سالم ، مرجع سابق ، ص 42 .

(2) حماد ، خليل ، ومشل ، زكية ، تأثير انكشاف الاقتصاديات العربية للخارج على السياسات الاقتصادية الداخلية ، مجلة أبحاث البيرومك ، مجلد 2 ، عدد 2 ، 1986 .

(3) جرادات فريد سالم ، مرجع سابق ، ص 43 .

68	1230.142	534.159	2600.2	1989
83	1725.828	612.253	2817.7	1990
77	1710.463	598.627	3006.9	1991
74	2214.002	633.755	3843.7	1992
74	2453.625	691.282	4255.0	1993
68	2362.583	793.919	4674.4	1994
71	2590.250	1004.534	5098.1	1995
74	3043.556	1039.801	5503.1	1996
69	2908.085	1067.164	5737.7	1997
62	2714.374	1046.382	6102.1	1998
57	2635.207	1051.353	6411.6	1999
62	3259.404	1080.817	6967.3	2000
66	3453.729	1352.371	7258.7	2001
66	3599.160	1556.748	7750.1	2002
65	4072.008	1675.075	8859.5	2003
83	5799.241	2306.626	9737.7	2004
99	7442.864	2570.222	1111.5	2005
92	8187.725	2929.310	1205.9	2006

تم احتساب النسب من قبل الباحث اعتماداً على البيانات الإحصائية المنشورة في العدد الخاص للبنك المركزي تشرين أول 2004 ، ص 42-43 ، والنشرة الشهرية عدد رقم 3 ، مجلد 4 ، آذار ، 2008 .

يلاحظ من بيانات الجدول رقم ( 3 ) أن مؤشر الانكشاف التجاري في الأردن كبير جداً سواء مقارنة بنسبة 40% أو بنسبة الوسط الهندي 55% وأن النسبة في الأردن وطيلة فترة الدراسة كانت مرتفعة وتزايدت بشكل واضح في السنوات الثلاث الأخيرة وهذا يعزز من النظريات التي تميل إلى استخدام أسعار الصرف الثابتة في مثل هذه الحالة ؛ لتجنب الدولة التقلبات الحادة في أسعار السلع فيما لو استخدمت سعر الصرف المرن .

### 2-2-3-6 تحركات رؤوس الأموال وتكامل الأسواق Capital Movement :

لم تعد صادرات السلع والخدمات ومستورداتها أي حركة الحساب الجاري العامل الحاسم في تقرير أسعار صرف العملات في الأسواق الدولية ؛ وذلك لأن حركة رأس المال تجاوزت

حركة السلع والخدمات وأصبحت تشكل جزءاً مهماً من العرض والطلب على العملات ، وبالتالي تلعب حركة رؤوس الأموال العالمية دوراً كبيراً في تحديد سعر الصرف ، ففي الدول التي تتمتع بحرية كبيرة في انتقال رؤوس الأموال منها وإليها ستكون أسعار الصرف المرنة أفضل وذلك لقدرة الدولة حينئذٍ على تعديل أسعار الصرف استجابة للتغيرات في التدفقات النقدية والتي ستؤثر زيادتها أو انخفاضها على متغيرات اقتصادية كعرض النقد والتضخم .

أما إذا اتبعت الدولة أسعار الصرف الثابتة في ظل تحركات كبيرة لرؤوس الأموال العالمية ، فإن زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى داخل البلد نتيجة زيادة الطلب الخارجي على العملة المحلية المصاحبة لسياسة نقدية توسعية سيعمل على تخفيض سعر الفائدة المحلي وبالتالي توليد اختلال بين سعر الفائدة المستهدف عند مستوى معين وبين سعر الفائدة الجديد مما سينعكس سلباً على ميزان الحساب الجاري .

وتقل قدرة الحكومة على وضع سياسة نقدية فعالة تعتمد على التحكم في الطلب من خلال الاجماليات النقدية ذلك أن الهدف الرئيس سيكون المحافظة على سعر الصرف ثابتاً .

وهذا الهدف يصبح عبئاً ثقيلاً في ظل أسواق مفتوحة على العالم الخارجي إذ سيكون على السياسة النقدية أن تتبع حركة رؤوس الأموال من وإلى الدولة ، فإذا كان هناك تدفقات إلى الداخل ، يتحتم عليها استخدام سياسة التعقيم - إيقاف أثر زيادة الأرصدة الأجنبية على حجم النقود المتداولة وذلك بامتصاص الزيادة في الاحتياطات النقدية - التي تعتمد على مستوى تطور الأسواق المالية المحلية ، إذ أن وجود أسواق مالية متطورة ومفتوحة على الأسواق الدولية تساعد البنوك في تعويض تلك الأموال من الخارج ، وذلك بسبب حرية تحويل العملة الأجنبية مما يضعف أثر هذه السياسة أما عند تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج تقوم السلطات النقدية باستنزاف الاحتياطات الأجنبية للمحافظة على سعر صرف ثابت كما حدث في أزمة تايلندا ، ولكن استمرار تدفق الأموال إلى الخارج سيشكل ضغطاً على سعر الصرف مما يضطر الدولة إلى تعويم سعر صرفها ، وذلك لعدم قدرتها على الاستمرار في ضخ العملات الأجنبية في السوق نظراً لضخامة حجم رؤوس الأموال (1) .

وتستخدم نسبة الموجودات الأجنبية لدى البنوك التجارية كمقياس لحركة رؤوس الأموال وتحديد درجة التكامل بين الأسواق المالية ، وكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على درجة عالية للتكامل مع الأسواق العالمية .

(1) عبد الخالق ، شذى يوسف ، تحرير حساب رأس المال وأثره في ميزان المدفوعات ، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية، 2000 ، ص 27 .

ويبين الجدول رقم ( 4 ) حجم الموجودات الأجنبية لدى البنوك التجارية الأردنية المرخصة

جدول رقم ( 4 )

حجم الموجودات الأجنبية لدى البنوك التجارية الأردنية المرخصة

(مليون دينار)

السنة	حجم الموجودات الأجنبية	إجمالي موجودات البنوك	نسبة الموجودات الأجنبية إلى مجموع الموجودات %
1985	412.4	2392.1	17
1986	431.8	2634.8	16
1987	480.3	2898.5	17
1988	702.6	3250.5	22
1989	858.2	3780.3	19
1990	1045.7	4090.0	26
1991	2007.0	5599.1	36
1992	2324.8	6311.1	37
1993	259.8	6747.5	31
1994	2279.1	7527.8	30
1995	2597.8	8430.4	31
1996	2599.5	8857.7	29
1997	2371.2	9679.2	24
1998	2745.5	10460.3	26
1999	3123.5	11551.2	27
2000	3876.6	12913.5	30
2001	4425.7	14153.6	31
2002	4561.2	15119.3	30
2003	4398.0	15701.5	28
2004	5002.1	17821.1	28
2005	5361.8	21086.5	25
2006	6203.4	24237.6	26

تم احتساب النسب من قبل الباحث اعتماداً على البيانات الإحصائية المنشورة في العدد الخاص للبنك المركزي تشرين أول 2004 ، ص 14 ، والنشرة الشهرية عدد رقم 3 ، مجلد 4 ، آذار ، 2008 .

يلاحظ من الجدول رقم ( 4 ) أن حجم الموجودات الأجنبية قد تزايد في بداية التسعينيات بشكل ملفت مقارنة مع فترة الثمانينيات نتيجة العودة الكبيرة من الودائع الأجنبية مع عودة المغتربين الأردنيين بعد أزمة الخليج الثانية ، وبقيت النسبة تراوح الوسط الحسابي البالغ 26 طيلة فترة الدراسة الباقية وهي نسبة كبيرة نسبياً وتدل على درجة عالية من إحلال العملة الأجنبية مع العملة المحلية .

## 2-2-3-7 مرونة الأجور والأسعار وحركة عوامل الإنتاج Wages and Prices

### Flexibility and Factors Mobility :

يمكن القول إن من فوائد استخدام نظام سعر صرف مرّن تحت افتراض بعض الإجراءات كحماية المنافسة يوفر أداة فعالة للتصدي لصدّات خارجية المنشأ والناجئة عن الجانب الحقيقي للاقتصاد ، وذلك لأن أسعار الصرف المرنة تكون أداة فعالة مع صدمات الإنتاج ( Out Put Shock ) فقط إذا كانت الأجور الاسمية والأسعار غير مرنة والأجور الحقيقية والأسعار النسبية مرنة.

فإذا كانت الأجور الاسمية مرنة بينما الأجور الحقيقية بطيئة الحركة وغير مرنة فإن التأثير الفعلي للتحركات في أسعار الصرف ( على الأرجح ) ستكون قصيرة المدى ، وفي هذه الحالة فإن تكلفة التخلي عن استخدام سعر الصرف كأداة مستقلة للسياسة النقدية وتطبيق نظام ثابت لسعر الصرف قد يكون أكثر فاعلية .

وعدم مرونة الأجور الحقيقية ستعني أن التعديلات لمواجهة صدمات الإنتاج ستكون بطيئة وطويلة سواء باستخدام أو بدون استخدام أنظمة أسعار الصرف كأداة مستقلة للسياسة النقدية .

إن محدودية المعلومات المتعلقة بسوق العمل في الأردن قد يجعل من إمكانية دراسة مدى مرونة العمل صعبة وهناك دراسات مثل دراسة ( Erickson, 2001 )<sup>(\*)</sup> قد أشارت إلى بعض

<sup>(\*)</sup> See : EricksonVon Allmen, Ulric, 2001, “ Jordan : Note on Exchahge Rate Policy,” Unpublished memo, (July) Middle Eastern Departement , IMF.

لم يتسنّ للباحث الاطلاع على أصل هذه الدراسة لأنها غير منشورة وإنما وردت ضمن دراسة ( Bhattacharya )

خصائص سوق العمل الأردني ، والتي تعطي مؤشرات حول عدم مرونته مثل عدم وجود التشريعات المنظمة وعدم وجود الاتحادات القوية أو إعانات البطالة<sup>(1)</sup> .

ورغم وجود تشريعات في الأردن تلزم بالحدود الدنيا للأجور (110 دنائير ) بالإضافة إلى نجاح الأردن في امتصاص العدد الكبير من العاملين العائدين بعد أزمة الخليج 1991/1990 ووجود دلائل على استمرار طلبات للعمالة الأردنية خصوصا من الدول المجاورة إلا ان استمرار المستويات العالية من البطالة في الأردن يشير إلى عدم مرونة الأجور الحقيقية ( Rigidity of Real Wages ) وعلى الأقل في الاتجاه التنازلي ، كما وتشير حقيقة اتباع سعر الصرف الحقيقي للدينار الأردني ( Real Effective Exchange Rate ) للتحركات في سعر صرف الدولار الأمريكي أيضا إلى صعوبة في تحركات الأسعار النسبية والذي يؤدي ( ولو جزئيا ) إلى عدم مرونة الأجور الحقيقية .

ويمكن القول إن أسعار التضخم المنخفضة تستخدم أحيانا للإشارة إلى أن عدم مرونة الأجور الحقيقية ، قد يكون نتيجة لعدم مرونة الأجور الاسمية فالعمال يقبلون (وعلى مضض) الانخفاض في أجورهم الحقيقية المرتبطة بالارتفاع في الأسعار (التضخم) الذي يتبع الانخفاض في سعر العملة بينما يقاوم هؤلاء العمال الانخفاض في الأجور الاسمية .

وفي ظل استخدام أسعار الصرف الثابتة وعند مستوى معين من ثبات ( Stickiness ) الأجور والأسعار فإن ذلك سيؤدي إلى تخفيض المدى الذي تتحرك فيه عناصر العمل بين المهن المختلفة أو حتى الانتقال جغرافيا سواء داخل الدولة نفسها أو حتى بين الدول المجاورة ( الشريكة ) ، وفي غياب قدرة الحركة هذه فإن الصدمات المتماثلة والتي تؤدي إلى تخفيض الطلب على العمالة في دولة ما أو صناعة ما ستؤدي إلى زيادة البطالة هناك ، أما في حال تحرك عناصر العمل فإن ذلك سيسمح ( ولو نظريا ) لقوة العمل والمتأثرة بانخفاض الطلب في منطقة ما أو صناعة ما بالانتقال إلى صناعة أخرى أو بلد آخر فيه الطلب أعلى على العمالة .

وهنا تجدر الملاحظة إلى أن العمالة الأردنية كانت قادرة على التحرك ولو ( إقليميا ) مما يعني أن الحاجة إلى تعديلات أسعار الصرف ستقل استجابة للصدمات وستكون أقل للصدمات الإقليمية .

(1) Bhattacharya , op. cit , p 12 .

## 2-2-3-8 استخدام أسعار الصرف كأداة للتحكم بالتضخم Use of the Exchange

### Rate as a Nominal Anchor to Control Inflation

يمكن استخدام أنظمة أسعار الصرف كأدوات للسياسة النقدية للسيطرة على عرض النقد وليست فقط لتثبيت الإنتاج في وجه الصدمات التي تصيب الاقتصاد ؛ لأنه في غياب تثبيت أسعار الصرف فإن الاقتصاد بحاجة إلى مثبت آخر ( anchor ) مثل عرض النقد لتحقيق مستوى معقول من استقرار الأسعار ، واختيار المثبت المناسب يعتمد على درجة إحلال العملة في الاقتصاد ( Currency Substitution ) .

فكلما كان هناك درجة عالية من إحلال العملة وكمية ضخمة من العملة الأجنبية بالتداول زادت صعوبة السيطرة على عرض النقد ( والتي يشمل تعريفها الموجودات بالعملة المحلية والأجنبية إذا سمح فقط لسعر الصرف بالتغير ) .

وبكلمات أخرى كلما كانت هناك مرونة عالية للإحلال ( Substitution ) بين العملة المحلية والعملة الأجنبية زاد ذلك من الصعوبة التي تواجه السلطات النقدية للسيطرة على مكونات العملة الأجنبية ويزيد ذلك من الحاجة لاستخدام سعر الصرف كمثبت اسمي للاقتصاد .

وذلك لأن عرض النقد الإجمالي ( وهو ذلك الذي يحدد مستوى الأسعار المحلية ويؤثر على النشاطات الاقتصادية ) قد يحتوي على ودائع أجنبية يعبر عنها بشروط الودائع المحلية، ولأن تلك الودائع يصعب السيطرة عليها من قبل السلطات النقدية ، فإن عرض النقد سيكون غامضاً ويفقد الاقتصاد مثبته ( Sahay, Vegh, 1996 )<sup>(1)</sup> وفي الحالة المتطرفة إذ يكون الإحلال كاملاً ، يُبقى الاقتصاد دون أي مثبت ويكون سعر الصرف غير محدد .

بالإضافة إلى أن ارتفاع درجة إحلال العملة تعني أن أسعار الصرف ستتذبذب وتستجيب تحديداً للقضايا الائتمانية وتجعل من أسعار الصرف الثابتة ملاذاً من هذه المشاكل .

وهذه النتيجة منطقية بافتراض أن التوقعات تلعب دوراً كبيراً بتحديد أسعار الصرف في ظل ثبات القاعدة النقدية عندما تكون هناك درجة كبيرة من إحلال العملة ، وهذا يؤدي إلى انتقال كبير من العملة الأجنبية إلى العملة المحلية نتيجة انخفاض التضخم وإلى ارتفاع كبير في أسعار الصرف الاسمية .

<sup>(1)</sup> Sahay, Ratna and Carlos A.Vegh , 1996, “ Dollarization in Transittion Economic : Evidence and Policy Implications , “ in paul Mizen and Eric J. Pentecost, eds, The Macroeconomics of International Currencies : Theory , Policy and Evidence Brook Field, USA

كما توجد مجموعة أخرى من العوامل أقل أهمية في تحديد أسعار الصرف لدولة ما كمشاريع التكامل البنينة والتي تحفز في حال وجودها على تثبيت أسعار صرف عملات الدول التي تدخل ضمن تلك المشاريع مقابل بعضها بعضاً وتعويمها مقابل العملات الأخرى ، بالإضافة إلى عامل الشركاء التجاريين والتي تفترض أن الدول التي تتعامل مع عدة شركاء تجاريين وبعملة مختلفة مدعوة إلى ربط عملتها بسلة عملات تعكس تلك العلاقات التجارية، أما إذا كانت معظم التدفقات النقدية الداخلة للدولة بعملة ما رئيسية ، فإن من مصلحة الدولة أن تقوم بالمحافظة على سعر صرف ثابت بين العملة الوطنية وبين تلك العملة أو ما يسمى بعملة الارتكاز .

ويمكن تلخيص معايير اختيار نظام الصرف الأمثل كما أشار إليها صندوق النقد الدولي من خلال الجدول رقم ( 5 )

#### جدول رقم ( 5 )

#### معايير اختيار نظام الصرف الأمثل

خصائص الاقتصاد	الأثر على الدرجة المرغوبة بمرونة سعر الصرف
1- الانفتاح	كلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحاً ، قل التوجه نحو نظم الصرف المرنة .
2- حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه .	كلما زاد حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه ، زاد التوجه نحو نظم الصرف المرنة .
3- التركيز الجغرافي للتجارة	كلما زادت نسبة التجارة مع بلد واحد كبير ، ازداد التوجه نحو تثبيت العملة المحلية بعملة هذا البلد .
4- درجة التطور المالي	كلما زادت درجة التطور الاقتصادي والمالي ، أصبحت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظم الصرف المرنة .
5- حرية حركة رأس المال	كلما زادت حرية حركة رأس المال ، زادت صعوبة الاحتفاظ بنظم الصرف الثابتة .
6- حرية حركة العمالة	كلما زاد مدى حرية حركة العمالة مع كون الأجور والأسعار ثابتة ، انخفضت صعوبة وتكلفة التعديل في ظل الصرف الثابتة لكن تبقى هذه الصعوبة غير موجودة في حالة نظم الصرف المرنة .
7- اختلاف معدل التضخم المحلي عن المعدل العالمي	عند كون معدل التضخم في بلد شديد الارتفاع فإن نظم الصرف الثابتة تزيد من القدرة على ضبط معدلات التضخم وتضفي المصدقية على برامج تحقيق الاستقرار الاقتصادي .

8- مشاريع التكامل البنينة	في حالة وجود أفكار تكاملية إقليمية تلجأ الدول إلى تثبيت أسعار صرف عملاتها البنينة وتعويمها كوحدة واحدة امام باقي العملات أو تثبيتها بمثبت مشترك حسب طبيعة خصائصها الاقتصادية
---------------------------	--

المصدر : صندوق النقد الدولي ، آفاق الاقتصاد العالمي ، واشنطن ، تشرين أول ، 1997 ، ص 103 .

وباستعراض المعايير في الجدول رقم ( 5 ) ومدى استخدام هذه المعايير وقياسها على الأردن ، نجد أن درجة الانفتاح الاقتصادي في الأردن ، وحجم الاقتصاد ودرجة التركيز الجغرافي للصادرات ، واختلاف معدل التضخم المحلي عن المعدل العالمي ، ومشاريع التكامل البنينة هي عوامل تدعم توجه نحو استخدام أنظمة الصرف الثابتة في حين أن درجة التطور المالي (ولو نسبياً) وحرية حركة العمالة الإقليمية ، وحرية حركة رأس مال تدعم الاتجاه نحو استخدام أنظمة الصرف المرنة في الأردن ويبقى القرار مرهوناً بالأولويات التي تحددها السلطات النقدية والاقتصادية لتحديد النظام المناسب ؛ لأن كلاً من أنظمة أسعار الصرف الثابتة والمرنة تتمتع بمزايا ، كما أنها تحمل انتقادات وبالتالي تحديد الهدف هو الذي سيحدد طبيعة أنظمة الصرف المستخدمة رغم أن المؤشرات الاقتصادية في الأردن وحسب الأهداف المعلنة للسلطات النقدية ( البنك المركزي ) ترجح الكفة نحو استخدام أنظمة أسعار الصرف الثابتة .

## 2-3 المبحث الثالث

### 2-3-1 العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الصرف

#### Variables Determining Exchange Rate

تمهيد :

يسهم الاستقرار النقدي في تجنب الاقتصاد الآثار السلبية للتغيرات غير المواتية التي تعصف به ، ويحول هذا الاستقرار دون تدهور مستويات المعيشة وهو من أهم الشروط اللازمة لتحقيق النمو في مستويات الادخار والاستثمار داخل الدولة .

ويرتكز الاستقرار النقدي بشكل أساسي على استقرار سعر الصرف ، فإذا كان هذا السعر يتسم بالواقعية فإنه يخدم الأهداف الاقتصادية التي تتطلع الدولة لتحقيقها ، ويسهم في تحسين وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات والاستمرار في تعزيز احتياطات الدولة من العملات الأجنبية اللازمة لإدارة سعر الصرف إلى جانب دوره في تجنب الاقتصاد الوطني للضغوط التضخمية .

كما أن أهمية سعر الصرف في مجال تنويع الهيكل الإنتاجي تتبع من العلاقة بين سعر الصرف والأسعار المحلية للسلع الدولية ، لذلك فإن تغير سعر الصرف يؤثر على أسعار السلع الدولية ( المتاجر بها ) مقارنة بالسلع المحلية .

ونتيجة لاختلاف أسعار هذه السلع بين الدول واختلاف معدلات التضخم أصبح ينظر بشكل رئيسي إلى قدرة أسعار الصرف على تنفيذ المعاملات الدولية وليس على تسمية السعر الرسمي المعلن في الدولة والذي تشتري وتباع به هذه السلع ، وتبعاً لذلك ظهرت أشكال مختلفة لأسعار الصرف .

### 2-3-1 أشكال أسعار الصرف :

#### 2-3-1-1 سعر الصرف الاسمي ( Nominal Exchange Rate ) (NER)

هو سعر العملة الأجنبية بقيمة تماثلها من العملة المحلية وهو السعر الذي تعلنه الحكومة كسعر رسمي لعملتها مقابل العملات الأخرى ، وقد حدد البنك المركزي الأردني سعر الصرف الاسمي ( للدينار الأردني ) تشرين أول عام 1995 بـ 1.4104 دولار أمريكياً ويتمتع الدينار بقابلية تامة للتحويل<sup>(1)</sup> .

(1) عوض ، مروان ، مرجع سابق ، ص 357 .

وعادة ما تلجأ الدولة إلى تحديد سعر صرف رسمي لعملتها لزيادة حجم صادراتها وتخفيض تكلفة شراء النقد الأجنبي أو حتى دعم المستوردات من السلع وفي إعاقلة بعض المعاملات التي يقوم بها القطاع الخاص في مجال الاستيراد ، إلا أن استخدام سعر الصرف الرسمي يترافق أيضا مع بعض العيوب كتحميل الاقتصاد تكاليف عديدة من خلال إساءة توزيع الموارد الإنتاجية .

يلاحظ من التعريف أن أسعار الصرف الاسمية تعطي سعر العملة الأجنبية بقيمة تماثلها من العملة المحلية ، وبالتالي فأسعار الصرف الاسمية ليست بالمؤشر الذي يعبر بشكل حقيقي عن قيمة العملة نظراً لكونه يتجاهل التضخم الحاصل بين البلد المحلي والدولة الأجنبية من هنا ظهر مفهوم جديد لسعر الصرف هو سعر الصرف الحقيقي (1) .

### 2-1-3-2 Real Exchange Rate ( RER ) سعر الصرف الحقيقي

سعر الصرف الحقيقي يمثل التحركات في سعر الصرف الاسمي معدلة بنسبة التضخم في بلدين مختلفين (2) ، وسعر الصرف الاسمي كما أسلفنا هو سعر العملة الأجنبية بقيمة تماثلها من العملة المحلية ، وتعديل أسعار الصرف الاسمية بمعدلات التضخم يعطينا مؤشر حقيقي على القوة الشرائية لأسعار صرف العملات ( أي العدد الحقيقي من السلع والخدمات الأجنبية الممكن شراؤه بوحدة واحدة من النقد المحلي ) (3) .  
ويمكن حساب أسعار الصرف الحقيقية من خلال المعادلة التالية (4) :

$$Re = ( p^f / p^d ) e \dots\dots\dots (1)$$

وتشير الرموز إلى الآتي :

Re : سعر الصرف الحقيقي .

e : سعر الصرف الاسمي .

$p^f$  : مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية .

$p^d$  : مستوى الأسعار المحلية .

(1) قادوس ، مقداد عبد الجبار ، مرجع سابق ، ص 26 .

(2) Bishop Paul, Dixon Don , Foreign Exchange Handbook , Managing Risk and Opportunity in global currency market. 1<sup>st</sup> ed, McGraw – Hill , USA, 1992, p 26 .

(3) Eiteman David K., Stonehill Arthur I, and Moffet Michael H., Multinational Business Finance , 10<sup>th</sup> ed., Pearson Addison Wesley , USA, 2004, p 138 .

(4) قادوس 0، مقداد عبد الجبار ، مرجع سابق ، ص 27 .

إذ يعد سعر الصرف انعكاساً للتغيرات في مستويات الأسعار في كلا البلدين ، فارتفاع قيمة الدينار الأردني بنسبة 1% مثلاً مع بقاء الأسعار النقدية ( الاسمية ) ثابتة محلياً وخارجياً يجعل البضائع الأردنية أقل منافسة من البضائع الأجنبية .

ولكن إذا ارتفعت في نفس الوقت أسعار البضائع الأجنبية بنسبة 2% مثلاً ، فإن الصادرات الأردنية تصبح في مركز تنافسي أفضل ( أرخص من البضائع الأجنبية ) وبالتالي عندما يكون التضخم المحلي أعلى من معدل التضخم الأجنبي ، فإنه يقلل من قدرة صادرات الاقتصاد المحلي على المنافسة في الأسواق الدولية وفي نفس الوقت يجعل مستوردات الاقتصاد المحلي أكثر جاذبية بسبب رخصها النسبي .

ويعد سعر الصرف مفيداً في حال رغبة الباحث في تقدير الآثار الناجمة عن تدفقات التجارة الدولية بسبب تغيرات أسعار الصرف (1) .

### 3-1-3-2 سعر الصرف الاسمي الفعال Nominal Effective Exchange Rate

#### (NEER)

قد تشهد أسواق الصرف ارتفاعاً في قيمة العملة المحلية مقابل إحدى العملات الأجنبية ، وفي نفس الوقت انخفاضها مقابل عملات أجنبية أخرى من ناحية أخرى لذلك فتجارة الدولة لا تكون بنفس الأهمية مع الدول الأخرى وبالتالي فإن التغيرات في قيمة العملة المحلية مقابل عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين تعد أكثر أهمية من التغيرات التي تحدث في قيمة عملات الشركاء التجاريين الآخرين الأقل أهمية (2) ، بسبب هذه الاعتبارات تم تطوير ما أصبح يعرف بالرقم القياسي لأسعار الصرف الاسمية الفعالة nominal effective exchange rate . وهو عبارة عن متوسط موزون لأسعار الصرف الثنائية بين العملة المحلية وعدد من العملات الأجنبية ويستخدم هذا المتوسط لقياس قيمة العملة وبشكل اعتباطي ( arbitrarily ) لفترة مختارة ( chosen base period ) (3) وعادة ما يتم إدخال الشركاء التجاريين الرئيسيين للدول في حساب هذا المتوسط ؛ ليعكس السعر الأهمية النسبية لكل شريك .

(1) عوض ، مروان ، مرجع سابق ، ص 351 .

(2) عوض ، مروان ، مرجع سابق ، ص 352 .

(3) Eiteman, and others , op. cit, p 138 .

ويمكن توضيح كيفية احتساب سعر الصرف الاسمي الفعال للدينار الأردني مثلاً ، إذا توفرت معلومات حول نسب مساهمات الشركاء التجاريين الرئيسيين في تجارة الأردن الخارجية (1) .

فعلى سبيل المثال إذا كانت الدول التالية هي الشركاء التجاريين للأردن وهي الولايات المتحدة ، والسعودية ، والهند ، والصين ، وألمانيا ، كانت مساهمات هذه الدول على التوالي 30% ، و20% ، و15% ، و15% ، وتوفرت معدلات الصرف الثنائية بين الدينار الأردني وعملات هذه الدول خلال فترات زمنية محددة ( chosen period ) سواء كانت هذه الفترة أشهراً أو فصولاً أو سنوات مقارنة بفترة الأساس ( base period ) فإنه يمكن حساب سعر صرف الدينار الأردني الاسمي الفعال بترجيح معدلات الصرف الثنائية بالمساهمات التجارية لهذه الدول .

وبالتالي يمكن أن يختلف مؤشر سعر الصرف الاسمي الفعال من حيث القيمة والمحتوى، نتيجة اختلاف عوامل عديدة كاختيار سنة الأساس ، وكيفية احتساب المتوسط ، و تحديد من هم الشركاء التجاريين ، وتحديد الأوزان المعتمدة لكل شريك فمثلاً إذا كان الهدف من المؤشر قياس أثر تغير سعر الصرف على العائدات من الصادرات ، تستخدم الصادرات الثنائية في تحديد الأوزان في المؤشر وهكذا لبقية العوامل المحددة للأوزان (2) .

وإذا عدل سعر الصرف الاسمي الفعال بمعدل التضخم في الاقتصاد المحلي واقتصادات الشركاء التجاريين ، فإننا نصل إلى مفهوم جديد لسعر الصرف هو سعر الصرف الحقيقي الفعال .

### 2-3-1-4 سعر الصرف الحقيقي الفعال ( REER) Real Effective Exchange Rate

هو متوسط موزون أسعار الصرف الاسمية الفعالة معدلاً بنسبة التضخم في البلد المحلي والتضخم في مجموعة بلدان الشركاء التجاريين ، وبالتالي فهو يقيس متوسط موزون لاختلاف القوة الشرائية للعملة المحلية بالمقارنة بفترة أساس مختارة (3) . وهذا يعني أن مؤشر سعر الصرف الحقيقي يقيس القيمة الحقيقية للعملة ؛ لأنه يأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم في البلد المحلي وبلدان الشركاء التجاريين لهذا البلد .

(1) عوض ، مروان ، مرجع سابق ، ص 352 .

(2) قادوس ، مقداد عبد الجبار ، مرجع سابق ، ص 28 .

(3) Eiteman, and Others, op. cit . P138

وبزيادة سعر الصرف الحقيقي الفعال لعملة ما ، فإن المركز التنافسي لدولة هذه العملة يتراجع نتيجة زيادة تكاليف سلعها وخدماتها مع الشركاء التجاريين لها .  
ومعرفة الفرق بين سعر الصرف الاسمي الفعال وسعر الصرف الحقيقي الفعال يحدد للسلطات النقدية وقطاع الأعمال الوسائل الممكنة لإدارة أسعار الصرف ، وتحديد المراكز التنافسية للعملة والسلع المحلية مقابل الأجنبية (1) .  
ويمكن احتساب مؤشر سعر الصرف الحقيقي الفعال للدينار الأردني (مثلاً) بضرب أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني من خلال المعادلة التالية :

$$E_{xr} = E_{xn} ( P^d / P^f ) \dots\dots\dots(2)$$

وتشير الرموز إلى ما يلي :

- $E_{xr}$  : سعر الصرف الحقيقي الفعال للدينار الأردني .
- $E_{xn}$  : سعر الصرف الاسمي الفعال للدينار الأردني .
- $P^d$  : الرقم القياسي لأسعار الدولة المحلية .
- $P^f$  : الرقم القياسي لأسعار الشركاء التجاريين الرئيسيين .

وعادة ما تستخدم أسعار الجملة في الرقم القياسي للأسعار المحلية على الرقم القياسي لأسعار الشركاء التجاريين للاقتصاد المحلي .

وإذا ألغت التغيرات في أسعار الصرف التغيرات في معدلات التضخم بين الدول ( أي افتراض تقبيد ( تحييد ) نظرية تعادل القوة الشرائية ) فإن مؤشر أسعار الصرف الحقيقية سيبقى ثابتاً حول الرقم القياسي ولنفترض أنه 100 مثلاً ، فإذا زادت أسعار الصرف المحلية بمعدل أعلى من فروق التضخم ، فإن المؤشر سيرتفع أعلى من 100 وتصبح العملة ، المحلية مقيمة بأعلى من قيمتها ( overvalued ) من منظور تنافسي .

وإذا كانت قيمة المؤشر أقل من 100 نتيجة انخفاض أسعار صرف العملة المحلية فإن ذلك يعني أن العملة المحلية مقيمة بأقل من قيمتها ( undervalued ) .

والهدف الأساسي من حساب سعر الصرف الحقيقي هو قياس التغيرات في درجة منافسة أسعار سلع الدولة المحلية مقارنة بأسعار سلع شركائها التجاريين ، فعند زيادة سعر

(1) Bishop, Dixon, op. cit . P12 .

الصرف الحقيقي الفعال ( $E_{XR}$ ) فإن المركز التنافسي للدولة المحلية يتراجع (تزداد تكاليف بضائعها مقارنة مع شركائها التجاريين) وذلك لارتفاع معدل التضخم في هذه الدولة بدرجة أكبر من ارتفاع معدلات التضخم في بلدان الشركاء التجاريين لها . ويتوقع أن يؤدي هذا التدهور في أسعار الصرف الحقيقية إلى زيادة حجم مستوردات الدولة المحلية وانخفاض حجم صادراتها وبالتالي تدهور ميزانها التجاري<sup>(1)</sup> . ومن هنا فإن مؤشر سعر الصرف الحقيقي أداة مهمة للسلطات النقدية لتوقع الضغوط التنافسية أو التصاعدية على ميزان مدفوعات الدولة أو على عملتها ، كما أنه مؤشر على رغبة القطاعات الاقتصادية بإنتاج سلع للتصدير<sup>(2)</sup> .

ويمثل الشكل رقم ( 13 ) أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار الأردني ومعدلات التضخم في الأردن خلال فترة الدراسة .

### شكل رقم ( 13 )

العلاقة بين أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار الأردني ومعدلات التضخم



المصدر : تم إعداد هذا الشكل من قبل الباحث اعتماداً على البيانات الإحصائية المجمعة في الجدول رقم (7)

(1) عوض ، مروان ، مرجع سابق ، ص 353 .

(2) Eitman and others, op. cit. P 140 .

## 2-3-2 كيفية تحديد مستوى سعر الصرف المناسب Determining the Appropriate Exchange Rate Level

يحدث التوازن في سوق العملات عندما يتساوى العرض والطلب على عملة ما ، ويكون سعر الصرف التوازني هو السعر الذي يتحقق به تساوي العرض والطلب على تلك العملة وهو ليس بالضرورة سعر الصرف السائد في السوق نفسها ، إنما هو مؤشر يعكس عوامل ذات أبعاد مختلفة عادة ما تكون متوسطة أو طويلة الأجل في حين أن سعر السوق يعكس آخر التطورات الاقتصادية التي تصل إلى الأسواق مباشرة .

ومن هنا فإن حركة أسعار الصرف في السوق تتجاوز حركة سعر التوازن نتيجة مجموعة من العوامل منها بطء تكيف أسواق السلع والعملات مقارنة بسوق المال ، وغموض أو تأخر وصول المعلومات إلى الأسواق وضعف الإحلال بين الأصول المالية المحلية والخارجية نتيجة مخاطر سعر الصرف ، أو المخاطر السياسية والقانونية والتشريعية المختلفة والقيود الموضوعة على حركة رأس المال وضيق السوق المالي في بعض الدول .

ويرتبط التوازن في سوق الصرف بمدى الدور الذي تلعبه سياسة سعر الصرف في إطار السياسة الاقتصادية للدولة والتي تتأثر بدورها بالخصائص الهيكلية للاقتصاد والتطورات المالية والنقدية المحلية .

لذلك تختلف أهداف سياسة وإدارة سعر الصرف تبعاً لاختلاف الأهداف الموضوعة من قبل السلطات النقدية والتي تخدم الأهداف الكلية للاقتصاد .

فهناك علاقة وثيقة بين دور سياسة سعر الصرف كأداة من أدوات السياسة النقدية وبين نوعية الأهداف التي تسعى السلطات لتحقيقها ، ففي الدولة المتقدمة يحدد هدف استقرار مستويات الأسعار ومحاربة التضخم كأهم أهداف السياسة النقدية ، لذلك يتضاءل دور سعر الصرف في هذه الدول كأداة مباشرة لحساب أدوات أخرى كعرض النقد مثلاً ، في حين تسعى الدول النامية والتي تعاني من اختلالات هيكلية في موازين مدفوعاتها إلى استخدام أسعار الصرف كأداة رئيسة لمواجهة مثل هذه الاختلالات .

لذا فإن مبدأ توازن سعر الصرف هو مبدأ نسبي ويختلف من دولة لأخرى ومن اقتصاد لآخر ومن فترة لآخرى .

وهناك أبعاد متعددة لتحديد سعر الصرف التوازني والتي يجب على السلطات النقدية الأخذ بها لتحديد سعر الصرف الملائم لعملتها والذي يحقق لهذه السلطات الأهداف الموضوعية هذه الأبعاد هي (1) :

### 2-3-2-1 البعد الزمني Time Horizon

ويمكن تحديد اسلوبين للتوازن في سعر الصرف اعتمادا على البعد الزمني ، هما التوازن الساكن والتوازن المتحرك .

فالتوازن الساكن يفترض أن توازن سعر الصرف سيبقى ثابتاً وأن التقلبات فيه ناتجة عن الدورة الاقتصادية المحلية والخارجية ، وهي بمثابة انحرافات عن التوازن يتوقع أن تزول بعد فترة ليعود سعر الصرف إلى توازنه .

أما التوازن المتحرك فيرتبط بأثر الصدمات الهيكلية في الاقتصاد مثل تدهور شروط التبادل التجاري ، وارتفاع الإنتاجية ، والإصلاحات الضريبية ، وأثر تلك الصدمات على تحرك توازن سعر الصرف إلى مستويات جديدة .

وهناك فرق أساسي بين الأسلوبين إذ ينظر الأسلوب الأول إلى التطورات في الاقتصاد على أنها مؤقتة لن تستمر ، وبالتالي لا يتوقع أي تغير في سعر الصرف التوازني على المدى البعيد .

بينما ينظر الأسلوب الثاني إلى المستقبل وإلى التطورات الهيكلية والعامية التي ستتحرك التوازن في أسعار الصرف استجابة لهذه التطورات ، ولهذا ستتغير أسعار الصرف تبعاً لهذه التطورات وعلى المدى البعيد .

تسعى السلطات النقدية إلى تحديد طبيعة المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف وهل هذه التغيرات دورية بطبيعتها أو هيكلية بهدف تحديد الأثر الزمني لهذه التغيرات على أسعار الصرف .

### 2-3-2-2 تعدد الشركاء التجاريين Multi - Partners Horizon

يبرز اهتمام السلطات النقدية بأخذ بُعد تعدد الشركاء التجاريين بالاعتبار من حقيقة تعامل الدولة مع مجموعة من الدول ( الشركاء التجاريين لها ) وسعي تلك الدولة إلى قياس سعر عملتها مقابل أسعار صرف عملات دول الشركاء التجاريين الرئيسيين لها .

(1) الصادق ، وآخرون ، مرجع سابق ، ص 24 - 27 .

وتضمنين سعر الصرف هذا البعد يزيد عمليه قياسه صعوبة نتيجة اختلاف محتوى ومضمون مؤشر سعر الصرف الحقيقي كاختيار سنة الأساس ، والأوزان التجارية للشركاء التجاريين .

ويقاس سعر الصرف التوازني هنا بسعر الصرف الفعلي والذي هو متوسط موزون ( مرجح ) لعدد من أسعار الصرف الثنائية ، وهذا يعني أن سعر التوازن يأخذ بمبدأ تعدد الأطراف التجارية ويتحدد اعتمادا على التحركات في أسعار صرف هؤلاء الشركاء التجاريين .

### 2-3-2 الفارق في الأسعار Price Differences Horizon

يتعلق هذا البعد بتحديد سعر الصرف التوازني الحقيقي أي الأخذ بالاعتبار التضخم بين الاقتصاد المحلي والاقتصاد الأجنبي في تحديد سعر الصرف ، وهذا المقياس هام لأنه يستخدم كمعيار لقياس القدرة التنافسية النسبية للاقتصاد المحلي مقارنة بالخارج وذلك من حيث العرض، والطلب على السلع ، ورأس المال المحلي والعالمي وبالتالي فإن هذا البعد يأخذ ما يوفره سعر الصرف الحقيقي للعملة من مزايا وما يحمل من صعوبات أو انتقادات .

### 2-3-3 المحددات النظرية لأسعار الصرف التوازنية الحقيقية Theoretical

#### Determinants of the Real Equilibrium Exchange Rate (ERER)

يهتم الباحثون عند دراسة التغيرات في أسعار الصرف الحقيقية بتحديد ما إذا كانت هذه التغيرات تعد كظاهرة توازنية مرتبطة بحركة العوامل الاقتصادية المؤثرة على أسعار الصرف ، أو أنها تعكس الانحراف عن أسعار الصرف الحقيقية التوازنية والتي قد تتطلب إجراءات تصحيحية .

ورغم تناول العديد من الأدبيات للعوامل المفسرة للتغيرات في أسعار الصرف الحقيقية التوازنية ( ERER ) إلا أن هذه الأدبيات تعتبر أن افتراضات أقدم النظريات المفسرة لتلك العوامل وهي نظرية تعادل القوة الشرائية ( Purchasing Power Parity ) ( PPP ) غير مناسبة كواقع عملي بسبب الرجوع البطيء لأسعار الصرف الحقيقية إلى المستوى الثابت ( وهو التوازن الطويل الأجل ولذلك ينطوي ضمناً على افتراضات نظرية تعادل القوى الشرائية ) ، ونتج عن عجز هذه النظرية الانتقال إلى نظريات أخرى سلطت الضوء على الرابط بين سعر الصرف الحقيقي ومتغيرات حقيقية أخرى والمتغيرات الأكثر استخداماً في

هذه الدراسات كانت : الإنتاجية ، والانفتاح التجاري ، والعجز المالي الحكومي ، والتدفقات الرأسمالية .

هذه المتغيرات لسعر الصرف الحقيقي والتي تم الأخذ بها والموضحة في الأشكال المرفقة يركز تحليلها على الإطار النظري للفكر الكلاسيكي المحدث ( Neoclassical ) والذي يفترض أن أسعار السلع المتاجر بها متساوية في جميع الدول ، وأن التغيرات في أسعار الصرف تحدث بفعل التحركات النسبية في أسعار السلع غير المتاجر بها عبر الدول وأن هذه المتغيرات تبين أسباب تغير أسعار الصرف عبر الزمن وتبريرات الانحراف في أسعار الصرف عن قانون تعادل أو مساواة القوة الشرائية .  
وهذه المتغيرات هي :

### 2-3-3-1 التدفقات والتحركات الرأسمالية Capital Inflows and Transfers<sup>(1)</sup> :

أحد العوامل في تحديد توازن أسعار الصرف الحقيقية ، هو دور التدفقات الرأسمالية الداخلية وحسب نظرية الوباء الهولندي Dutch Disease<sup>(2)</sup> فإن التدفقات النقدية الداخلة تقود إلى ارتفاع حقيقي في قيمة أسعار الصرف من خلال تأثيرها على قطاعات السلع المتاجر وغير المتاجر بها في الاقتصاد ( tradables and nontradables sectors ) ، ونتيجة لوجود العديد من أشكال التدفقات النقدية والتحركات لرؤوس الأموال فإن هناك تأثيرات مختلفة لهذه التدفقات على أسعار الصرف التوازنية من خلال عدة قنوات أهمها الهبات والحوالات .

### 2-3-3-2 الهبات Grants : اعتماداً على طبيعة أنظمة أسعار الصرف فإن هناك على الأقل قناتين تستطيع من خلالها الهبات التأثير على أسعار الصرف :

أولاً : في ظل أنظمة أسعار الصرف الثابتة فإن تدفق المساعدات قد تدفع أسعار السلع غير المتاجر بها إلى الارتفاع ، فالهبات الأجنبية تدعم المصادر المحلية ، وتحسن الوضع الاقتصادي، كون هذه الهبات تأتي عادة للحكومة فتكون بمثابة الموارد الطبيعية المتاحة في

(1) إن الارتفاع في قيمة العملة الناتج عن التدفقات الرأسمالية يعتمد أيضاً على درجة الانعكاس Reversibility في هذه التدفقات ، فبعض التدفقات الداخلة تكون أكثر ميلاً أو عرضة للانعكاس ( أي التحول من تدفقات داخلة إلى تدفقات خارجة ومنها على سبيل المثال المساعدات التي تقدم لبلد ما ؛ لمساعدة لاجئي دول أخرى داخل هذا البلد فالمساعدات تكون تدفقات داخلة ولكنها أكثر ميلاً للتحول إلى تدفقات خارجة إذا ما رجعت هذه المساعدات مع اللاجئين إلى بلدانهم ، أو بعض المساعدات التي تقدم لهيئات علمية أو أثرية أجنبية للقيام بمشروع ما داخل أحد البلدان ، ثم ترجع هذه المساعدات المقدمة على شكل رواتب وأجور مع أعضاء الهيئات إلى بلدانهم ) وبالتالي سيكون تأثيرها مختلفاً على الناتج القومي وأسعار الصرف أكثر من التدفقات الأقل عرضة للتحول أو الانقلاب ( أكثر ديمومة في طبيعتها ) .

(2) Corden W.Mx and J.P Neary , “ Booming Sector and De- industrialisation in Small Open Economy .” The Economic Journal Vol. 92 ( December ) , 1989,pp 829 – 831 .

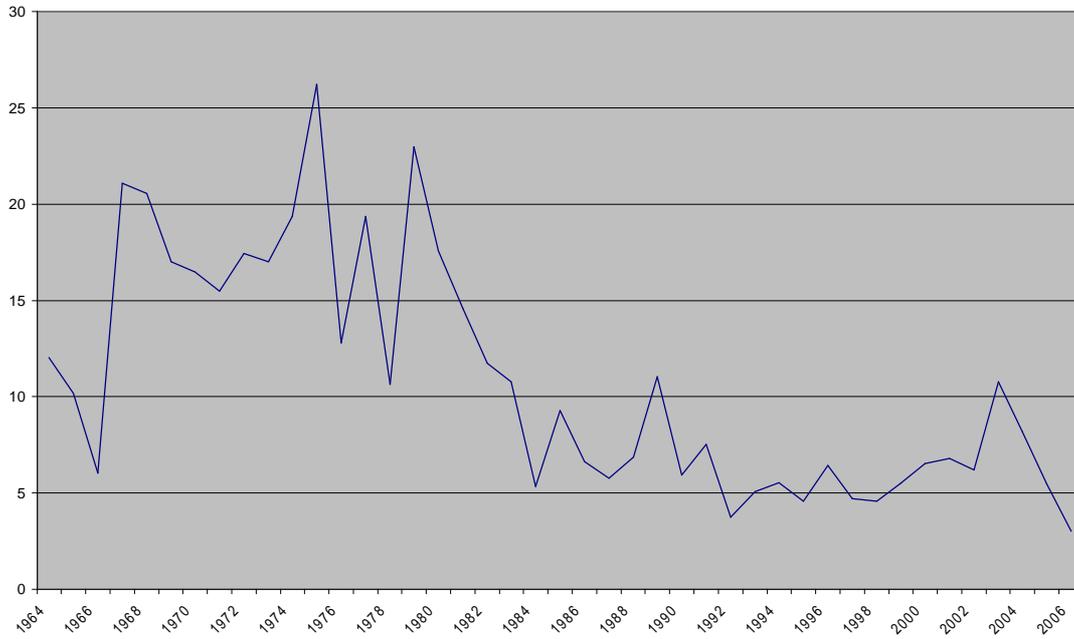
الدولة ، ولهذا السبب يتزايد الطلب على السلع المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها ويدفع أسعار الصرف للارتفاع .

ثانيا : في ظل أنظمة أسعار الصرف المرنة فإن تدفق المساعدات والهبات تدفع أسعار الصرف الاسمية للارتفاع إذا قام البنك المركزي ببيع العملات الأجنبية والتي أتت كهبات في السوق .

ورغم أن تأثير هاتين القناتين ليس مشتركا إلا أنه في النهاية يقود إلى ارتفاع أسعار الصرف تأثير هذه المساعدات يمر في الأردن عبر القناة الأولى لثبات أسعار الصرف<sup>(1)</sup> ويمثل الشكل رقم ( 14 ) الهبات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي .

شكل رقم ( 14 )

الهبات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر : تم إعداد هذا الشكل اعتماداً على البيانات الإحصائية المجمعة في الجدول رقم (7) .

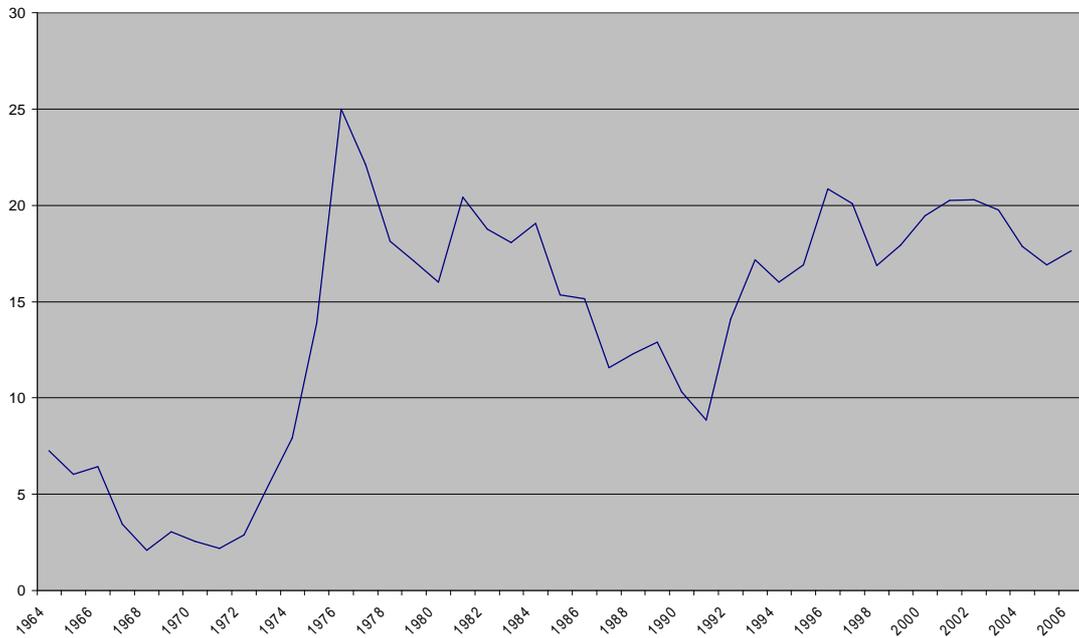
**3-3-3-2 حوالات العاملين Worker Remittances** : إن الزيادة في الحوالات المالية سيؤثر على زيادة قيمة معدلات أسعار الصرف الحقيقية ، ويختلف تأثير الحوالات عن تأثير الهبات كون الهبات تأتي إلى القطاع العام بينما الحوالات تأتي إلى القطاع الخاص في جانبين هما الجانب الاستهلاكي وجانب الادخار ، فهيكّل الاستهلاك ( للسلع الاستهلاكية المتاجر بها وغير المتاجر بها ) للحكومة يختلف عن القطاع الخاص ، فالحكومة تنفق عادة أكثر على

<sup>(1)</sup> Sedik , Petri , op. cit , p 10 .

شراء السلع غير المتاجر بها ؛ لأن جزءاً كبيراً من الميزانية يذهب للرواتب وشراء الخدمات المحلية ، بينما القطاع الخاص يذهب جزءاً من استهلاكه إلى السلع الأجنبية .  
 بالنسبة للادخار فالجزء الأكبر من حوالات العاملين يتم ادخارها بينما يتم استهلاك المنح من قبل الحكومات ولا تدخر ، وبالتالي يكون لها التأثير الأكبر على أسعار الصرف .  
 ويمثل الشكل رقم ( 15 ) حوالات العاملين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي .

### شكل رقم ( 15 )

#### حوالات العاملين كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي



المصدر : تم إعداد هذا الشكل اعتماداً على البيانات الإحصائية المجمعة في الجدول رقم (7) .

**2-3-3-4 الانفتاح التجاري Trade Openness** : يزيد الانفتاح التجاري من حدة المنافسة في قطاع السلع المتاجر بها ، ويؤدي ذلك إلى انخفاض أسعارها محلياً وبالتالي تنخفض أسعار الصرف الحقيقية للعملة المحلية .

وتستخدم نسبة الصادرات والمستوردات للناتج المحلي لقياس درجة الانفتاح التجاري والذي يعد مؤشراً أيضاً على مقدار حرية التجارة ( Trade Liberalization ) .

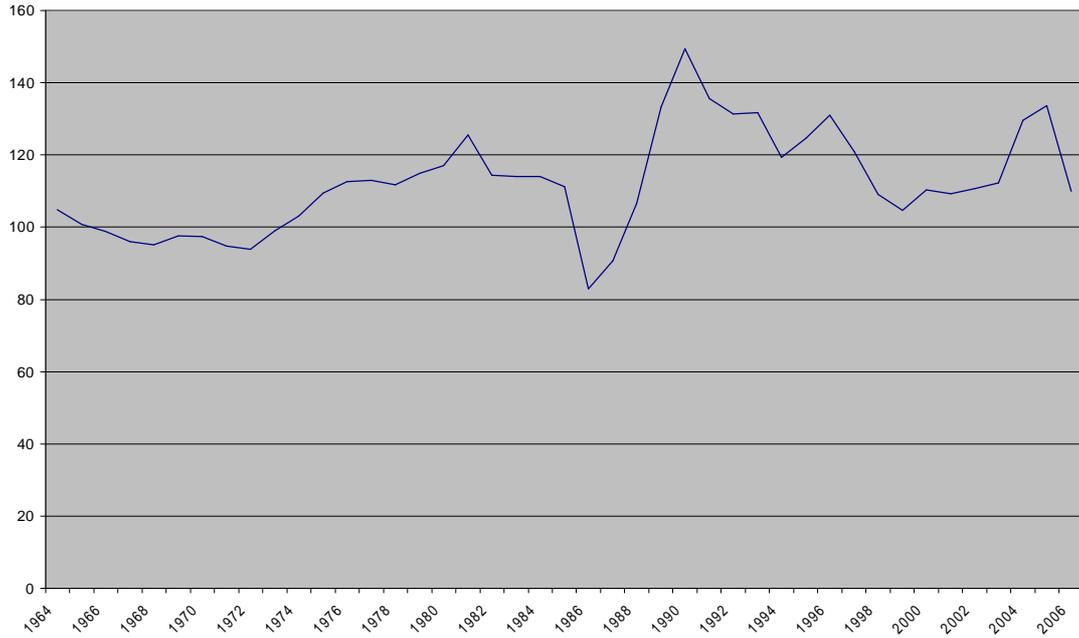
بالمقابل تخفض القيود التجارية من التنافسية بين السلع المحلية والأجنبية ، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار المحلية وينتج عن ذلك ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية ، وتصبح العلاقة بين

الانفتاح التجاري وأسعار الصرف الحقيقية علاقة عكسية ؛ لأن انخفاض قيمة أسعار الصرف يزيد من الانفتاح التجاري .

ويمثل الشكل رقم ( 16 ) الانفتاح التجاري في الأردن كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي .

شكل رقم ( 16 )

### الانفتاح التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر : تم إعداد هذا الشكل اعتماداً على البيانات الإحصائية المجمعة في الجدول رقم (7) .

**2-3-3-5 الموازنة المالية Fiscal Budget** : إن التحسن في الموازنة المالية ذا تأثير غامض على أسعار الصرف الحقيقية فمن جهة فإن التحسن في الموازنة سيحث على تقليل نسبة الاقتطاعات في الادخار الخاص ، والذي سيؤدي إلى انخفاض الطلب المحلي الإجمالي<sup>(1)</sup>، وهذا سيخفض الطلب على السلع غير المتاجر بها ، وبالتالي سيخفض أسعار الصرف الحقيقية<sup>(2)</sup> .

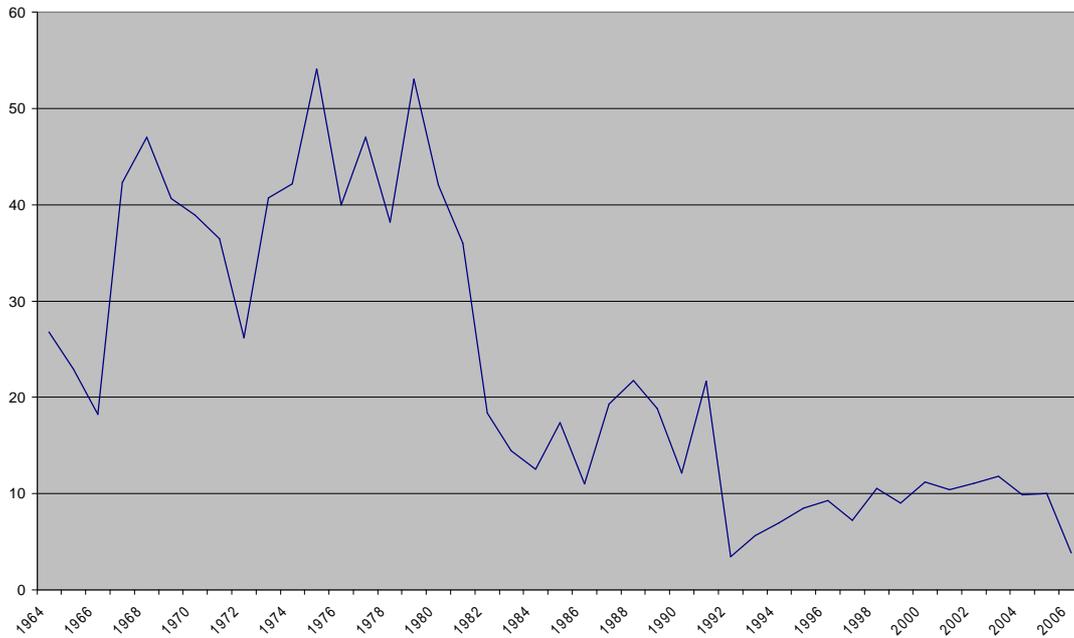
(1) - يعتمد تأثير الموازنة أحياناً على مصدر التحسن إن كان ناتجاً عن تخفيض النفقات مثلاً ، أو ناتجاً عن زيادة الإيرادات الضريبية .

(2) - وتلعب التوقعات أحياناً دوراً في تحديد تأثير التحسن في الموازنة على أسعار الصرف الحقيقية ، فإذا كانت هناك حالة من عدم التأكد من دوام التحسن في الموازنة فلن يؤدي انخفاض الاقتطاعات الضريبية إلى التأثير على السلوك الاستهلاكي للقطاع الخاص وسيكون التأثير على السلع غير المتاجر بها محايداً .

من جهة أخرى فالموازنة التقشفية ( fiscal tightening ) قد يكون لها آثار توسعية على الاقتصاد ، مما يؤدي إلى زيادة في أسعار الصرف الحقيقية وخصوصاً في الدولة ذات المديونية الخارجية المرتفعة ، وكلما اكتسبت الدولة مصداقية أكبر في خدمة ديونها وتلاشى الخوف من فرض ضرائب جديدة أو رفعها وانخفاض حجم علاوة المخاطر على أسعار الفائدة فإن ذلك سيزيد من الشعور بالثقة ويحفز الطلب الكلي على الزيادة .  
ويمثل الشكل رقم ( 17 ) الموازنة العامة للدولة ( بدون المنح ) كنسبة من حجم الناتج المحلي الإجمالي .

شكل رقم ( 17 )

الموازنة العامة للدولة كنسبة من حجم الناتج المحلي الإجمالي



المصدر : تم إعداد هذا الشكل اعتماداً على البيانات الإحصائية المجمعة في الجدول رقم (7) .

**6-3-3-2 الإنتاجية وعوامل أخرى Productivity and other Factors** : تم استعراض تأثير خمسة عوامل في هذا المبحث ولكن هناك محددات أخرى لأسعار الصرف الحقيقية ، تم طرحها من قبل العديد من الباحثين .

ففي دراسة ( Choudhri and Khan, 2004 )<sup>(1)</sup> وجد الباحثان أن تأثير Balassa – Samuelson له علاقة بالدول النامية ، وهذا يعني أنه إذا زادت الإنتاجية في قطاعات السلع المتاجر بها أكثر من قطاعات السلع غير المتاجر بها ، فإن الرواتب العالية لموظفي قطاعات السلع المتاجر بها ستؤدي إلى ضغوطات على قطاعات السلع غير المتاجر بها لزيادة الرواتب، مما يؤدي إلى زيادة الأسعار المحلية وارتفاع قيمة صرف العملة .  
وهناك دراسات أخرى استخدمت صافي الأصول الأجنبية ( الاحتياطات الأجنبية ) كأحد العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الصرف الحقيقية إذ إن الدول المدينة تحتاج إلى تخفيض أسعار الصرف الحقيقية لعملتها ، وذلك لتحقيق الفوائض التجارية الضرورية لخدمة المديونية الخارجية ، ولهذا فالدول التي تمتلك احتياطات أجنبية صافية مرتفعة تستطيع مؤقتاً تحقيق ارتفاع في قيمة أسعار الصرف الحقيقية لديها ؛ وذلك لأنها تستطيع تمويل العجز التجاري .

## 2-3-4 أسعار الصرف الحقيقية في الأردن Real Effective Exchange Rate in Jordan

منذ العام 1950 عندما تم إصدار الدينار من قبل مجلس النقد الأردني وحتى العام 1964 استخدم الجنيه الإسترليني كإداة تثبيت للدينار الأردني ، وعندما بدأ البنك المركزي أعماله عام 1965 وحتى العام 1975 بقي الدينار الأردني مربوطاً بالجنيه الإسترليني وإن كانت إدارة الدينار تتم بترتيبات ربط مختلفة ، ثم من العام 1975 وحتى العام 1988 تم ربط الدينار بحقوق السحب الخاصة ( Special Drawing Rights ) ( SDR ) ، ولكن بهامش تذبذب مقداره  $2.25\% \pm$  .

في عام 1988 وكنتيجة للضغوط في سوق العملات الأجنبية ، سمح بتعويم الدينار ، إلى أن تم ربطه ثانية في أيار 1989 بسلة من العملات العالمية الخمس ، وبين 1989 حتى تشرين أول 1995 تم تعديل الربط تكررًا بهدف تأكيد التنافسية ، ومنذ تشرين أول 1995 وحتى تاريخ إعداد هذه الدراسة تم ربط الدينار بالدولار الأمريكي .

ففي الأعوام 1988-1989 تعرض الاقتصاد الأردني إلى أزمة أسعار صرف قاسية أدت إلى خسارة الأردنيين لنسبة كبيرة في أصولهم وتركت الحكومة بمديونية عالية جداً ، وأنت هذه الأزمة كنتيجة طبيعية لتراكم العجز في الموازنة والتي أدت لازدياد المديونية بنسبة

<sup>(1)</sup> Choudhri, E.U, and M.S Khan, 2004, “ Real Exchange Rate in Developing Countries : Are Balassa – Samuelson Effect Present ? “ IMF Working Paper No. 04/ 188 ( washington : International Montary Fund )

كبيرة ، وإلى تفاقم الوضع نتيجة استمرار الانخفاض المتواصل في قيم أسعار الصرف والفشل في أخذ الإجراءات التصحيحية . في ذلك الوقت كان الدينار مربوطاً بحقوق السحب الخاصة SDRs وبهامش تذبذب مقداره  $\pm 2.25\%$  ( فعليا كان مسموحاً للدينار بالتحرك بشكل أكبر ووسع من ذلك ومنذ منتصف الثمانينات للوصول إلى تخفيض حقيقي لقيمة الدينار استجابة للظروف الخارجية التي تزداد سوءاً ) (1) .

وقد حاولت السلطات النقدية تحفيز الطلب المحلي من خلال اتباع سياسة نقدية ومالية توسعية ، ولكن استمرار انخفاض المساعدات قاد إلى انخفاض حاد في احتياطات الدولة . في منتصف عام 1988 ونتيجة ازدياد الأوضاع سوءاً ، عجلت الحكومة خطوات تعويم الدينار ، وفي 15 تشرين أول 1988 أجبرت على تعويم الدينار ، ولكن استمرت ضغوطات المضاربة حتى أيار 1989 عندما أعيد ربط الدينار مع وحدة حقوق السحب الخاصة (SDRs) ومع العملات الرئيسية الخمس ، بعد ذلك تم الربط بسلة حقوق السحب الخاصة الـ (SDRs) الموزونة بالأهمية التجارية للشركاء التجاريين للأردن .

في تموز 1989 قامت الحكومة وبشكل رسمي بتأسيس نظام أسعار صرف ثنائي وبفجوة مبدئية مقدارها 35% بين المعدلات الرسمية والتجارية ، واستمر السعر الرسمي بانخفاض قيمته الاسمية ، وفي شهر شباط 1990 تم توحيد الأسعار الرسمية مع المعدل الأكثر انخفاضاً للدينار الأردني مقابل الدولار ، وبين أيار 1988 وشباط 1990 انخفضت قيمة الاسمية الفعالة للدينار 40% ( 49% مقابل الدولار الأمريكي ) وانخفضت القيمة الحقيقية بمقدار 30% .

كما تعرض الدينار الأردني إلى بعض الضغوطات في شهر شباط - آذار 1998 نتيجة ازدياد التوتر الناجم عن الأزمة العراقية والتخفيض الحاد في أسعار الفائدة على شهادات إيداع البنك المركزي من 8.4% في تموز 1997 إلى 5.4% في شهر كانون الثاني 1998 كما تعرض الدينار مرة أخرى إلى ضغوطات في نهاية العام 1998 وحتى بداية 1999 والتي كانت مرتبطة بالسياسات التوسعية للبنك المركزي بالإضافة إلى مرض ووفاة جلالة الملك الحسين ( رحمه الله ) .

إن تحسن إدارة السياسات المالية والنقدية وتسلم جلالة الملك عبد الله الثاني سدة الحكم بسلاسة ويسر خفض من الضغوطات على أسعار الصرف في السنوات اللاحقة .

(1) أبو الرب ، جهاد توفيق ، مدى فعالية السياسة النقدية والانتمانية للبنك المركزي الأردني في مواجهة أزمات الاقتصاد الأردني وبرامج التصحيح الاقتصادي (1964-2000)، رسالة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2003، ص176.

## 2-3-4-1 احتساب أسعار الصرف الحقيقية والاسمية الفعالة في الأردن

يتم احتساب أسعار الصرف الحقيقية (REER) وأسعار الصرف الاسمية (NEER) للدولة باستخدام الأوزان التجارية ، ويفترض أن تكون أسعار الصرف الاسمية (NEER) في الوضع الطبيعي عند مستوى (100) في سنة الأساس (العام 2000) وأي اختلافات في تغيرات أسعار الصرف الثنائية يتم تطبيقها مع الأخذ بالاعتبار الأوزان التجارية للدولة مع الأردن .

إن الأوزان التجارية المستخدمة موضحة في الجدول رقم (6) هي أوزان التجارة لمجموعة من دول الشركاء التجاريين للأردن للفترة من 2005-2006، وهي تمثل 98% من حجم التجارة الخارجية للأردن، أما بالنسبة لأسعار الصرف الحقيقية (REER)، فقد تم أخذ التغيرات في نسب مؤشر أسعار المستهلك في الدولة الشريكة (CPI) بالنسبة للأردن (احتساب أسعار الصرف الفعالة الحقيقية المبني على مؤشر سعر المستهلك هو الأكثر شيوعاً). وبسبب استخدام نفس المنهجية من قبل دائرة إحصاءات وصندوق النقد الدولي ، فقد اعتمد الباحث على القياسات المحتسبة لأسعار الصرف الحقيقية ( REER ) وأسعار الصرف الاسمية ( NEER ) من قبل صندوق النقد الدولي ولفتره الدراسة 1985 – 2006 . ويوضح الجدول رقم ( 6 ) الأوزان التجارية للشركاء الرئيسيين للأردن .

### جدول رقم ( 6 )

الأوزان المستخدمة لاحتساب أسعار الصرف الاسمية (NEER) وأسعار الصرف الحقيقية (REER) لشركاء الأردن التجاريين

الوزن	البلد	الوزن	البلد
3.01	إسرائيل	13.78	الولايات المتحدة
2.59	هولندا	10.73	ألمانيا
2.42	اسبانيا	7.21	السعودية
2.39	بلجيكا	7.05	اليابان
2.04	تركيا	5.97	الصين
1.71	ندونيسيا	5.90	المملكة المتحدة

إيطاليا	5.79	كندا	1.55
الهند	5.35	سويسرا	1.53
فرنسا	4.94	اليونان	1.44
مصر	4.51	روسيا	1.36
كوريا ج	4.32	سوريا	1.34
لبنان	3.05	المجموع	100.0

Source : IMF, INS database , website , [www.IMF.org](http://www.IMF.org)

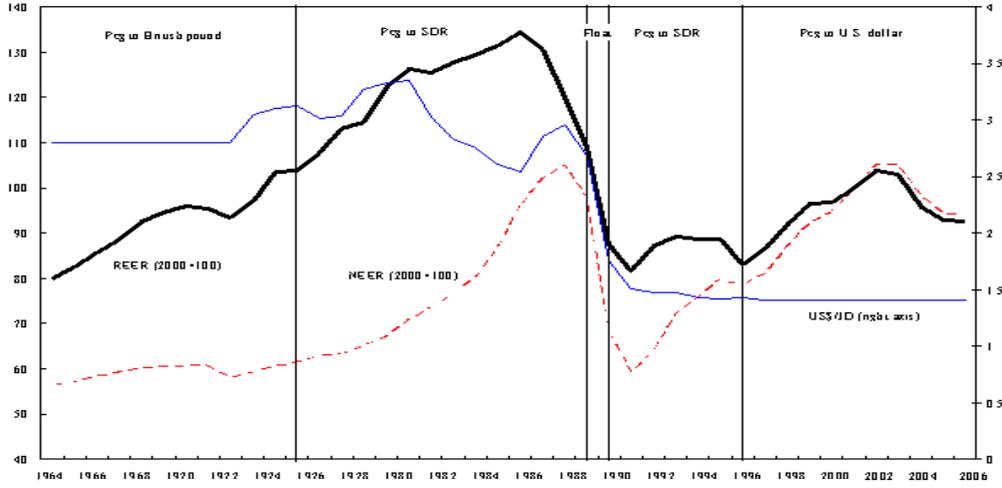
### 2-3-4-2 أسعار الصرف الاسمية والحقيقية للدينار الأردني مقابل أسعار صرف الدولار الأمريكي :

إن أسعار الصرف الحقيقية الفاعلة والاسمية الفعالة REER و NEER مقارنة بالدولار الأمريكي ( الشريك التجاري الأول للأردن ) وللفترة من 1964 - 2005 كما في الشكل رقم ( 18 ) تظهر بعض الأنماط التي تستحق الانتباه وخاصة في العقد الماضي ، فمنذ نهاية سنة 1995 والتي تم خلالها ربط الدينار بالدولار الأمريكي ارتفع قيمة أسعار الصرف الحقيقية REER في الأردن عام 2001 إذ وصلت الذروة عند مستوى أعلى من 27% فوق المتوسط للفترة ( 1991 - 1996 ) ومنذ بداية العام 2002 ، انخفضت قيمة أسعار الصرف الحقيقية REER ، وكانت عام 2005 حوالي 3% أعلى من المتوسط للفترة (1991-1996) كما هو مبين في الشكل رقم ( 18 ) ، وإن تقلبات أسعار الصرف الحقيقية REER كانت نتيجة التذبذبات في أسعار الصرف الاسمية NEER خاصة منذ نهاية 1995 ، والذي يعكس تحركات الدولار الأمريكي .

ويوضح الشكل رقم ( 18 ) أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي .

شكل رقم ( 18 )

أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي



Source : IMF, INS database , website , [www.IMF.org](http://www.IMF.org)

كما يوضح الجدول رقم (7) البيانات السنوية المستخدمة لاحتساب أسعار الصرف الحقيقية والأسمية للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي ومجموع العوامل التي تم أخذها كمحددات لأسعار الصرف الحقيقية في الأردن .

جدول رقم ( 7 )

بيانات سنوية ( 1964-2006 ) لأسعار الصرف الحقيقية والاسمية في الأردن والهبات والتحويلات والانفتاح التجاري وموازنة الدولة

الموازنة بدون هبات	الانفتاح التجاري	حوالات العاملين	الهبات	REER	NEER	سعر صرف الدولار	السنة
كنسبة من الناتج القومي الإجمالي							
-26.77	104.80	7.27	12.04	79.95	56.34	2.80	1964
-22.95	100.78	6.04	10.16	82.35	57.12	2.80	1965
-18.24	98.89	6.45	6.03	85.41	58.39	2.80	1966
-42.33	95.93	3.44	21.08	88.55	59.23	2.80	1967
-47.04	95.19	2.09	20.54	92.45	60.18	2.80	1968
-40.64	97.57	3.06	17.00	94.44	60.38	2.80	1969
-38.91	97.43	2.56	16.48	95.82	60.58	2.80	1970

-36.48	94.71	2.19	15.49	95.32	60.61	2.80	1971
-26.18	93.86	2.90	17.43	93.40	58.05	2.80	1972
-40.70	98.95	5.48	16.99	97.09	59.14	3.04	1973
-42.18	103.04	7.93	19.35	103.63	60.63	3.10	1974
-54.11	109.45	13.90	26.24	103.75	61.44	3.13	1975
-39.98	112.61	25.01	12.78	107.85	62.98	3.01	1976
-47.03	113.07	22.13	19.35	113.19	63.37	3.04	1977
-38.19	111.76	18.13	10.63	114.56	65.15	3.27	1978
-53.05	114.97	17.10	22.99	122.20	67.18	3.33	1979
-42.05	117.11	16.02	17.58	126.19	70.83	3.35	1980
-35.97	125.55	20.43	14.59	125.35	73.49	3.03	1981
-18.33	114.37	18.78	11.73	127.69	76.60	2.84	1982
-14.47	114.09	18.05	10.77	129.34	80.32	2.75	1983
-12.55	114.05	19.05	5.35	131.33	86.86	2.60	1984
-17.40	111.23	15.34	9.30	134.51	96.02	2.54	1985
-11.04	82.92	15.16	6.64	130.34	101.94	2.86	1986
-19.28	90.80	11.56	5.78	120.14	105.12	2.95	1987
-21.76	106.69	12.30	6.86	108.99	98.02	2.69	1988
-18.83	133.38	12.91	11.03	87.63	68.20	1.75	1989
-12.12	149.45	10.32	5.95	81.47	59.25	1.51	1990
-21.68	135.70	8.85	7.53	87.18	64.16	1.47	1991
-3.43	131.37	14.10	3.76	89.30	72.02	1.47	1992
-5.64	131.65	17.16	5.09	88.62	75.91	1.42	1993
-6.94	119.34	16.03	5.53	88.77	79.85	1.42	1994
-8.51	124.58	16.90	4.58	83.04	78.61	1.43	1995
-9.28	131.04	20.85	6.45	86.44	81.06	1.41	1996
-7.24	120.86	20.08	4.72	91.90	87.13	1.41	1997
-10.54	109.17	16.88	4.59	96.55	92.34	1.41	1998
-9.03	104.60	17.92	5.52	96.69	94.76	1.41	1999
-11.23	110.31	19.47	6.52	100.00	100.00	1.41	2000
-10.44	109.24	20.26	6.81	103.92	105.12	1.41	2001
-11.06	110.66	20.30	6.18	103.10	105.04	1.41	2002
-11.81	112.36	19.77	10.78	95.76	98.35	1.41	2003
-9.88	129.50	17.88	8.17	92.73	94.59	1.41	2004
-10.05	133.72	16.90	5.48	92.50	93.70	1.41	2005

-3.87	110.0	17.62	3.0	92.1	93.2	1.41	2006
-23.46	112.30	13.78	11.00	101.65	76.43	2.32	المتوسط
15.05	14.35	6.46	6.01	15.90	16.50	0.75	الانحراف المعياري
-54.11	82.92	2.09	3.76	79.95	56.34	1.14	أقل قيمة
-3.43	149.45	25.01	26.24	134.51	105.12	3.35	أعلى قيمة

المصدر تم إعداد هذا الجدول اعتماداً على :

- 1- البيانات الإحصائية المنشورة في العدد الخاص للبنك المركزي الأردني ، تشرين أول، 2004 .
- 2- النشرة الشهرية ، عدد رقم (3) مجلد 4 ، آذار ، 2008 .
- 3- IMF, INS , Database, Website , [www.IMF.org](http://www.IMF.org) /Statistics, Country .
- 4- تم احتساب النسب من قبل الباحث .

# الفصل الثالث

## الفصل الثالث

### الدراسات السابقة : Literature Review

تعد الدراسات المتعلقة بأسعار الصرف من الدراسات الاقتصادية المتخصصة والتي تتبناها مؤسسات دولية كصندوق النقد الدولي ، والبنك الدولي وبنك التسويات الدولي بالإضافة إلى السلطات النقدية المحلية ( البنوك المركزية ) . وذلك بهدف مساعدة هذه الدول ( على الاستفادة من نتائج هذه الدراسات ) في إدارة سياسة أسعار الصرف بكفاءة لتحقيق أهداف السياسة النقدية . لذلك نجد أن كثيراً من هذه الدراسات هي دراسات تطبيقية مباشرة وعلى نماذج من دول منفردة أو مجموعة من الدول .

ومعظم الدراسات المنشورة والتي أطلع عليها الباحث هي دراسات أجنبية ، أما الدراسات العربية فقد تناولت بصورة غير مباشرة انتقال وانعكاس أسعار الصرف مع التركيز أساساً على إدارة سياسة أسعار الصرف .

ويمكن تقسيم الدراسات في هذه الأطروحة والتي تناولت أثر انتقال أسعار الصرف بصورة مباشرة أو غير مباشرة إلى دراسات عربية وأجنبية كالتالي :

#### 3-1 الدراسات العربية :

##### 3-1-1 دراسة ( النجداوي ، 1992 ) بعنوان :

تحليل أثر المتغيرات النقدية على ميزان المدفوعات الأردني .

ركزت الباحثة في دراستها على مناهج معالجة الاختلالات في ميزان المدفوعات مع التركيز على المنهج النقدي في معالجة الاختلالات في ميزان المدفوعات الأردني والذي يركز على الاختلال التوازني في سوق النقد على أساس فائض عرض أو فائض الطلب على النقود، وقامت الدراسة على فرضية أن الظاهرة النقدية هي التي تؤثر على ميزان المدفوعات الأردني وإن استجابة ميزان المدفوعات للتغيرات السلعية ضعيف ، في حين أن أثر التغيرات المالية والنقدية كبير عليه بالإضافة إلى افتراض أن تصحيح أوضاع ميزان المدفوعات هو مسؤولية الإدارة النقدية .

وتناولت الدراسة مجموعة من العوامل المؤثرة على ميزان المدفوعات إذ أكدت الباحثة على أهمية عامل المستوردات ، بالإضافة إلى مجموع العوامل النقدية التي تؤثر على ميزان المدفوعات كعامل تباطؤ معدلات النمو في الدول الصناعية والذي يؤدي إلى تراجع طلب

الدول الصناعية على صادرات الدول النامية ، مما يعني انخفاضها وتراجع وضع الحساب الجاري فيها .

مع افتراض الباحثة أن تأثير هذا العامل ضعيف أصلاً لضعف حجم صادرات الدول النامية إلى الدول المتقدمة ، كما أن الأخذ بالاعتبار العامل الأول ( المستوردات ) يعني بالضرورة الأخذ بهذا العامل .

كما حددت الباحثة أسعار الفائدة الأجنبية الحقيقية ( والتي تؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض وخصوصاً لبلد كالأردن ) بالإضافة إلى عاملي العجز المالي وأسعار الصرف الحقيقية كعوامل داخلية تؤثر على ميزان المدفوعات الأردني ، وذلك من خلال الزيادة في إجمالي الطلب الذي يعزى إلى السياسات الحكومية التوسعية التي أدت إلى عجز مستمر ، مما يعني الضغط على ميزان المدفوعات نتيجة استمرار هذا الطلب والذي سينعكس على معدلات التضخم المحلية . فإذا قامت السلطات بتثبيت سعر صرف العملة ( كما هو الحال في الأردن منذ العام 1996 ) ولم ترغب بتخفيض سعر الصرف الاسمي مع الفارق بين معدلات التضخم المحلية والإجمالية فإن سعر الصرف الحقيقي سيرتفع .

واستخدمت الباحثة لاختبار فرضيات الدراسة التحليل الإحصائي من خلال معادلة الانحدار البسيط ( Simple Regression ) وخلصت الباحثة إلى إنه يمكن تصحيح اختلالات ميزان المدفوعات الأردني إذا تمكن البنك المركزي الأردني من التحكم في مقدار الائتمان المحلي وذلك من خلال حسن استخدام ادوات السياسة النقدية .

### 3-1-2 دراسة ( جرادات ، 1997 ) بعنوان :

#### الانفتاح الاقتصادي الأردني وأثره على فعالية السياسات المالية والنقدية .

هدفت هذه الدراسة إلى بيان مدى انفتاح الاقتصاد الأردني على الخارج باستخدام مؤشرات الانفتاح الاقتصادي وأثر ذلك على فاعلية السياسات المالية والنقدية في الأردن في الفترة من العام 1973 - 1993 ومقارنة انفتاح الاقتصاد الأردني لمجموعة من الدول .

استخدم الباحث الأسلوب الإحصائي الوصفي والتحليل القياسي لإثبات فرضيات الدراسة وهي أن الأردن منفتح اقتصادياً وبدرجة عالية وأن ارتفاع درجة الانفتاح يؤدي إلى خفض المضاعف النقدي ويقلل من فعالية السياسات المالية والنقدية وأن استقرار الاقتصاد المحلي مرتبط باستقرار الاقتصاد العربي والعالمي .

وتوصلت الدراسة إلى أن الاقتصاد الأردني يعتمد بشكل كبير على الخارج من خلال قنوات وآليات الارتباط الخارجي ، إذ إنه يعاني من اختلالات هيكلية نتيجة الاعتماد الكبير على المساعدات الخارجية ، وحساسية الاقتصاد الأردني لتقلبات الموارد الخارجية التي لا تخضع للسيطرة .

كما وأوضحت الدراسة بأن معدل التضخم المحلي يعتمد على معدل نمو عرض النقد الاسمي والانحرافات في قانون تعادل القوة الشرائية ، وأن معدل النمو في الإنتاج الحقيقي يعتمد على زيادة الطاقة الإنتاجية كما ويرتفع الميل الحدي للاستيراد في الأردن والذي يقلل مضاعف السياسة النقدية ، وبالتالي يحد من فاعلية السياسات المالية النقدية في التأثير على الدخل القومي الإجمالي أو على مستوى النشاط الاقتصادي .

وتوصل الباحث إلى أن الأصول المالية الأجنبية تعد بديلاً جذاباً للطلب على الأرصد النقدية الحقيقية المحلية . إذ وجد الباحث أن أسعار الفائدة الأجنبية تمارس تأثيراً قوياً في الطلب على النقد في الأردن .

### 3-1-3- دراسة ( الهنداوي ، 2005 ) بعنوان :

#### ميكانيكية انتقال الأثر النقدي في الاقتصاد الأردني .

هدفت هذه الدراسة إلى إظهار مدى تأثير كل من العرض النقدي وحجم التسهيلات الائتمانية كأهداف وسيطة للسياسة النقدية في الأردن على مؤشر الإنتاج الصناعي ( كمتغير معبر عن الإنتاج القومي ) لمعرفة أي منها قادر على نقل التغير في ادوات السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي .

واستخدم الباحث نموذج تحليل الانحدار الاتجاهي (VAR) (Vector Auto Regression) في عملية التحليل القياسي .

وقامت دراسة الباحث على فرضية أن الأثر النقدي ينتقل إلى القطاع الحقيقي عبر التغير في التسهيلات الائتمانية أكثر منه عبر التغير في العرض النقدي حيث أن تغيرات في التسهيلات الائتمانية تؤثر على القطاع الحقيقي باتجاهين ، الأول يتم من خلال تأثير حجم التسهيلات الائتمانية على أسعار الفائدة في الاقتصاد ككل ، والتي بدورها تؤثر على حجم كل من الاستهلاك والاستثمار عنصرى الطلب الكلي ، وبالتالي التأثير على الأهداف النهائية من إنتاج، وتشغيل ، ومستوى عام للأسعار .

أما الاتجاه الثاني فيتم من خلال تأثير حجم الائتمان الممنوح للحكومة المستخدم في تمويل العجز الحكومي مما يدفع بالحكومة إلى ضبط الانفاق الحكومي وبالتالي التأثير على الإنتاج

والعمالة والأسعار كأهداف نهائية للسياسة النقدية أما العرض النقدي فيؤثر على القطاع الحقيقي من خلال أسعار الفائدة فقط .

وتوصل الباحث في دراسته إلى أن حجم التسهيلات الائتمانية والعرض النقدي ( $M_2$ ) استطاعت نقل الأثر النقدي إلى القطاع الحقيقي ، كما توصلت الدراسة إلى أن دالة العرض النقدي أظهرت انكماشاً خلال الفترات التي طبق فيها برنامج التصحيح الاقتصادي .  
وغطت الدراسة الزمنية بين عامي ( 1981 - 1998م ) .

### 3-1-4 دراسة ( أبو الرب ، 2003 ) بعنوان :

مدى فاعلية السياسة النقدية والائتمانية للبنك المركزي الأردني في مواجهة أزمات الاقتصاد الأردني وبرامج التصحيح الاقتصادي (1964-2000)

ركز الباحث في دراسته على الأزمات التي واجهها البنك المركزي الأردني خلال الفترة (1964-2000) ومدى فاعلية سياسته النقدية تجاهها مستخدماً التحليل الوصفي في إثبات فرضيات الدراسة التي تتمحور حول مسؤولية البنك المركزي عن تدهور سعر صرف الدينار الأردني عام 1989م وإخفاقه في إدارة الأزمة وفقدان السيطرة على السوق النقدي ، وعن تواطؤ بعض دوائر البنك المركزي الأردني وبين حالات انهيار وتعثر بعض المصارف .  
وأظهرت نتائج الدراسة أن البنك المركزي الأردني قد عمل بكفاءة عالية وحقق الأهداف الأساسية التي أنشئ من أجلها عدا الفترة ( 1985 - 1989 ) وأن هذا الإخفاق يعود إلى التدخل الحكومي المفرط في سياسة البنك المركزي .

كما توصلت الدراسة إلى أن نجاح السياسة النقدية للبنك المركزي في تحقيق الاستقرار النقدي مقابل الأزمات الخارجية خلال الفترة ( 1990 - 2000 ) يعود إلى استخدام سعر الفائدة على شهادات الإيداع كأداة رئيسية لتحقيق أهدافها وليس إلى سياسة أسعار الصرف .

### 3-1-5 دراسة ( العلي ، 1997 ) بعنوان :

أثر سعر صرف الدينار الأردني على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الأردن .

هدفت دراسة الباحث إلى تحليل وقياس أثر انخفاض قيمة الدينار الأردني على الميزان التجاري الأردني ، وعلى الأسعار المحلية ، والمديونية الخارجية ، والاستهلاك الغذائي ، والتعرف إلى السياسات الحكومية المتعلقة بتحديد سعر الصرف ، واختبار قدرتها على تحقيق الأهداف المرسومة ، إذ استخدم الباحث في تحليل العلاقات في دراسته تحليل الانحدار لاختبار فرضيات الدراسة وهي أن مرونة المستوردات الأردنية تجاه سعر الصرف ضعيفة ،

وأن الاقتصاد الأردني يعتمد بشكل كبير على مدخلات الإنتاج المستوردة ، وأن عملية الإحلال بين المدخلات المحلية والأجنبية محدودة . كما أن هناك علاقة بين تخفيض سعر صرف العملة وعجز الميزان التجاري الأردني . وكانت أبرز نتائج الدراسة :-

إن أزمة الدينار الأردني في نهاية العام 1988 لم تكن مفاجئة وإنما كانت نتيجة لتراكم العديد من المشكلات الاقتصادية ، وإن أغلب مدخلات الإنتاج في الاقتصاد الأردني مستوردة من الخارج وأحياناً يصعب إنتاجها محلياً مثل النفط ، وإن الصادرات والمستوردات الأردنية تعاني من عدم الاستقرار بسبب التركيز الجغرافي والسلعي للصادرات والمستوردات الأردنية . وكانت توصيات الباحث هي :

ضرورة العمل على تقليل حساسية الاقتصاد الأردني للظروف المحيطة ، وذلك عن طريق التقليل من الديون الخارجية ، ومعالجة العجز المزمن في الميزان التجاري الأردني ، وضرورة العمل على استقرار سعر صرف العملة وتدعيم الثقة بها وقد شملت الدراسة الفترة الزمنية من العام 1974 وحتى العام 1994 .

### 3-1-6 دراسة ( قادوس ، 1999 ) بعنوان :

#### اختيار نظام الصرف الأمثل للدينار الأردني ( 1978 - 1997 )

تناولت هذه الدراسة كيفية اختيار نظام الصرف الأمثل للدينار الأردني من خلال استعراض نظم الصرف المختلفة التي مر بها الدينار ، إذ تبين أن خصائص الاقتصاد الأردني تتطبق وتتوافق مع نظم الصرف الثابتة حيث تميز الاقتصاد الأردني بدرجة عالية من الانفتاح الاقتصادي بتركيز شديد في تصدير نوع معين من السلع ، وبانعدام تكامله مع الأسواق المالية العالمية ، وبقيود كبيرة على حرية حركة عنصر العمل ، وبتضارب أهداف السياسات الاقتصادية المتبعة في تحقيق الأهداف الكلية ، كما تميز بوجود عدد محدد من الشركاء التجاريين يتم استيراد معظم السلع منهم .

وقد استطاع الباحث أن يثبت أن فترة تثبيت الدينار بسلة حقوق السحب الخاصة شهدت تقلباً أقل في قيمة الدينار الأردني مقابل العملات الأخرى مقارنة بالفترة التي تم فيها استخدام أسلوب التعويم المدار .

كما تبين للباحث بعد دراسة الانحراف المعياري لأسعار صرف الدينار الأردني مقابل عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين أن فترة التثبيت بسلة خاصة من العملات شهدت تقلباً أقل

في قيمة الدينار مقارنة بالفترة التي تم فيها استخدام أسلوب التثبيت إلى عملة واحدة ممثلة بالدولار الأمريكي .

كما اثبتت النتائج أن أسلوب التثبيت إلى سلة حقوق السحب الخاصة يضمن تقلباً أقل في المتغيرات الاقتصادية التي تم اعتمادها لغرض الدراسة ، وهي حجم التجارة الخارجية ، وعرض النقد ( $M_1$ ) والنتائج الحقيقي .

وخلصت الدراسة إلى عدة توصيات أبرزها إعادة ربط الدينار الأردني بسلة حقوق السحب الخاصة بأوزان العملات المعتمدة عند تاريخ إجراء التعديلات على أوزان العملات داخل سلة حقوق السحب الخاصة .

وقد شملت الدراسة الفترة الزمنية من العام 1978 وحتى العام 1997 .

### 3-2 الدراسات الأجنبية

#### 3-2-1 دراسة ( Gertler, Gilchrist, Natalucci, 2003 ) بعنوان

#### **External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator**

قام الباحثون في هذه الدراسة بتطوير نموذج اقتصاد مفتوح صغير تؤثر الظروف المالية فيه من خلال تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية .

وكان الهدف من بناء هذا النموذج معرفة تأثير أسعار الصرف على المسارعة في الازمات المالية من خلال المقارنة بين أسعار الصرف الثابتة والمرنة إذ يفترض النموذج أن آلية عمل المسارع المالي تربط بين الأوضاع المالية المنعكسة في ميزانية المقترضين وبين شروط منح الائتمان ، وبالتالي الطلب على رؤوس الأموال وعن طريق تأثير ميزانية المقترضين ، والمسارع النقدي يتم تعظيم تأثير الصدمات على الاقتصاد وتعد التحركات في أسعار الأصول هي المصدر الرئيسي للتقلبات في ميزانية المقترضين . وطبق النموذج على كوريا الجنوبية خلال الفترة ( 1997 - 1998 ) وهي الفترة اللاحقة للأزمة المالية والنقدية التي أصابت دول جنوب شرق آسيا علماً بأن البيانات كانت شهرية .

وتوصل الباحثون من خلال هذا النموذج إلى أن هناك انخفاض في مستوى الناتج المحلي والاستثمار والطلب الكلي خلال هذه الفترة كما أن هناك مستوى دلالة كبيرة للمسارع النقدي في تسريع الازمة ومفاقمتها ، ويقترح الباحثون أن اتباع سياسة سعر الصرف الثابت في كوريا كانت وراء هذه النتائج وان المدى الذي عمقته أسعار الصرف نتيجة تحركاتها كان كبيراً وأدى إلى نقل هذه التحركات داخل الاقتصاد الكوري مما عمق الازمة الموجودة أصلاً

وبالتالي فإن اتباع سياسة أسعار صرف مرنة قد تجنب الدولة في حالة الازمات الكثير من المشاكل المالية والخسارة في اصولها المالية .

### 3-2-2 دراسة ( Fung, 2002 ) بعنوان :

#### **AVAR analysis of the effects monetary policy in East Asia .**

قام الباحث باجراء دراسته على سبع دول من دول جنوب شرق آسيا مستخدما نموذج تحليل الانحدار الاتجاهي لمعرفة آثار صدمات السياسة النقدية على اقتصاديات هذه الدول وعلى الآلية التي ينتقل بها الأثر النقدي لهذه السياسات .

وحدد الباحث في دراسته كل من أسعار الفائدة وسعر الصرف كأدوات مؤثرة للسياسة النقدية وكانت النتائج بشكل عام منسجمة مع الدراسات الأخرى المشابهة .

كما وتوصل الباحث في دراسته أن استخدام تحليل الانحدار الاتجاهي ( VAR ) قدم استجابة مؤثرة لمعظم اقتصاديات هذه الدول وخصوصا قبل بدء الازمة النقدية عام 1997 م . فقد ارتفعت أسعار الفائدة في الدول بشكل عام وتعمق هذا الأثر في الدول ذات تجارب التضخم المرتفعة كالفلبين واندونيسيا بعد التعرض السياسة النقدية للصدمات .

ولم يستمر ارتفاع أسعار الفائدة في الدول بنفس الوتيرة وعلى المدى الطويل ذلك أن بعض الدول ذات السيولة العالية انخفضت أسعار الفائدة فيما بعد 3 إلى 6 أشهر من الازمة .

أما فيما يخص أسعار الصرف فقد كانت النتائج مغايرة لنتائج تأثير أسعار الفائدة وذلك لتأثر أسعار الصرف بعوامل أخرى عديدة ولم يتضمنها نموذج ( VAR ) ومع ذلك فقد استطاع هذا النموذج أن يحدد الصدمات الخارجية الممكن أن تؤدي إلى انخفاض أسعار الصرف الاسمية ولكن باعتبار أن معظم هذه الدول ذات اقتصاد مفتوح فإن أسعار الصرف كانت ذات اثر كبير في تشكيل السياسة النقدية لتلك الدول بل الاداة الوحيد في بعض تلك الدول للامتصاص الصدمات الخارجية .

### 3-2-3 دراسة ( Belaisch, 2003 ) بعنوان

#### **Exchange Rate Pass- Through in Brazill**

توصل Belaisch في دراسته إلى حقيقة ان اسعار الصرف في البرازيل لم تؤثر في الاسعار المحلية مقارنة مع دول لاتينية مشابهة بل كان اثر انتقال اسعار الصرف مشابه لاثر ذلك في الدول الكبرى ( G-7 ) .

واستند الباحث في تبريره لنتائج الدراسة إلى ان انتقال اثار اسعار الصرف إلى اسعار المستهلكين كان محدودا ولكن سريعا بينما كان اثر ذلك على اسعار المنتجين اكبر واكثر سرعة وان العوامل التي اثرت في ذلك تعزى إلى المستوى المنخفض من النشاط الاقتصادي في البرازيل وان معظم الشركات قامت بامتصاص اثر الصدمات الخارجية مفضلة ذلك على نقل هذا الاثر إلى المستهلكين كما كان لتوفر السلع البديلة للسلع المستوردة اثر في تخفيض حدة انتقال اثر اسعار الصرف وان ارتفاع الاسعار والاجور كان محدودا في الاقتصاد واخيرا فإن الشعور بأن الكساد كان مؤقتا كان له أيضا دورا فاعلا في امتصاص آثار تحركات أسعار الصرف .

وحدد Belaisch في نموذجه اسعار النفط والانتاج كعوامل رئيسة تعبر عن الصدمات الداخلية والخارجية على انتقال اثار اسعار الصرف إلى مؤشر اسعار المستهلكين ومؤشر اسعار تجار الجملة .

واجرى الباحث دراسته خلال العام 2002 وشملت الفترة الزمنية للعامين السابقين في البرازيل لفترة إجراء الدراسة أي الأعوام 2001 ، 2000 .

### 3-2-4- دراسة ( Billmeir, Bonato, 2002 ) بعنوان

#### **Exchange Rate Pass – Through and Monetary Policy in Croatia .**

ركز الباحثان في هذه الدراسة على اثر انتقال اسعار الصرف في كرواتيا والمدى الممكن ان تغذي فيه تحركات اسعار الصرف مستوى الاسعار فيها .

ورأى الباحثان ان قياس اثر انتقال اسعار الصرف هو احد القنوات الرئيسية التي تستطيع من خلاله السلطات النقدية قياس ومراقبة الية انتقال الاثر النقدي لأسعار الصرف وخصوصا في الدول ذات الاقتصاد المفتوح .

كما ان هذا يعطي مؤشر للسلطات النقدية عن كيفية وحجم تأثير التضخم بتحركات اسعار الصرف .

ولتقدير اثر انتقال اسعار الصرف استخدم الباحثين تحليلين مختلفين احدهما هو تحليل الانحدار الاتجاهي recursive vector autogressive حيث ان صدمة اسعار الصرف تغذي اسعار الجملة واسعار التجزئة .

وفي هذا التحليل كان مؤشر اسعار المستهلك اكثر استجابة لتحركات اسعار الصرف من مؤشر اسعار التجزئة والذي لم يستجب بنفس الكفاءة وتتشابه هذه النتائج مع نتائج دراسة ( McCarthy, 2000 ) التي اجراها على اقتصاديات الدول المتقدمة .

اما التحليل الثاني المستخدم من الباحثين فكان تحليل الانحدار الاتجاهي المترابط Cointegrated VAR والذي يستخدم في حال كون المعلومات غير ثابتة ( non-stationary ) وكان من نتائج هذا التحليل ان اثر انتقال اسعار الصرف وعلى المدى البعيد لم تظهر على مؤشر أسعار الجملة ولكن اظهر دلالة على مؤشر اسعار التجزئة ويعود السبب في اختلاف النتائج الى ان استخدام التحليل الثاني اظهر العلاقة كجزء من مخرجات المتغيرات الاقتصادية الكلية وليس كعلاقة سببية كما التحليل الاول .

ويوصي الباحثان في هذه الدراسة بضرورة انتقال رئيسي من السياسات المتشددة لاسعار الصرف إلى سياسة اقل تشددا .

وقد أجريت الدراسة خلال العام 2002 وشملت الفترة من العام 1994 وحتى العام 2001.

### 3-2-5 دراسة ( Gueorguiev , 2003 ) بعنوان

#### Exchange Rate Pass – Through in Romania

اجرى الباحث Gueorguiev دراسته في رومانيا في محاولة منه لتقديم توصيات لمتخذي قرارات السياسة النقدية حول اثر انتقال أسعار الصرف إلى أسعار المستهلكين والمنتجين مستخدما تحليل VAR ووجد الباحث في دراسته انه وخلال السنوات الخمس السابقة للدراسة أن انتقال أسعار الصرف إلى أسعار المستهلكين واسعار المنتجين كانت سريعة وكبيرة وتتراوح بين 60% - 70% لاسعار المنتجين و 40% - 30% لاسعار المستهلكين اعتمادا على سعر الصرف المعياري .

وان معظم الشعور بتأثير أسعار الصرف كان بعد مرور 12 - 15 شهر وان هذه الفترة وحسب رأي الباحث تعتبر قصيرة للتأثير على التضخم مقارنة بالتأثير على سعر فائدة الائتمان وان ذلك يعني بالضرورة عدم قدرة السلطات السيطرة على السياسة النقدية بكفاءة .

ووجد الباحث أيضا أن حجم تأثير فاعلية انتقال أسعار الصرف يعتمد على سعر الصرف المعياري benchmark وان انتقال هذا الأثر كان اكبر عندما كانت العملة الرومانية (Lei) مربوطة مع الدولار الأمريكي مقارنة مع الأثر عندما كان الربط مقابل اليورو ، وربما يعكس ذلك ( وحسب رأي الباحث ) حجم المستوردات من الولايات المتحدة الكبير لرومانيا ولذلك واعتمادا على هذه الحقيقة فإن الباحث يرى الاخذ بعين الاعتبار الدولار كهدف للربط مستقبلا .

وبنى الباحث نموذجه معتمداً على أسعار المستوردات بشكل عام واسقط من دراسته تأثير أسعار النفط لأن رومانيا منتجة له ، واعتمد بشكل أساسي على صدمة العرض من خلال المستوردات وصدمة الطلب من خلال ارتفاع الأجور .

وقام الباحث بفحص مدى تأثير اختلاف سعر الصرف المعياري على النتائج من خلال مقارنة سعر صرف Lei مع الدولار ثم مع اليورو ثم باختيار سلة مع العمليتين بوزن 60/40 دولار / يورو اعتماداً على حجم التجارة الخارجية لرومانيا وقد أجرى الباحث دراسته في رومانيا في العام 2003 وكانت فترة الاختبار في الدراسة من العام 1999 وحتى العام 2003 .

### 3-2-6 دراسة ( Bhattacharya, 2003 ) بعنوان

#### **Exchange Rate Regime Considerations for Jordan and Lebanon**

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد نظام الصرف الملائم للتطبيق في كل من الأردن ولبنان بافتراض أن سعر الصرف هي صمام الأمان في مواجهة الأزمات التي تمر بها المنطقة وخصوصاً الحرب الأهلية في لبنان واحتمالية تخلي الفلسطينيين في الضفة والقطاع عن الدينار بالنسبة للأردن .

وخلصت الدراسة أنه بالنسبة للبنان أن الذبذبات في الناتج كانت أسباباً صدمات عرض وطلب بينما كان 50% من التذبذب في الناتج في الأردن كان سببه نقدي .

ويمكن القول أن التركيز على الصادرات في كلا البلدين قوى الاتجاه نحو استخدام أسعار الصرف المرنة .

كما وتوصلت الدراسة إلى أنه لم تكن هناك دلائل حول فاعلية أسعار الصرف الاسمية ذلك أنها تتطلب أجوراً اسمية ثابتة وبما أنه لا توجد في كلا الدولتين أي دلائل حول مرونة الأجور فإن أسعار الصرف الثابتة ليست فاعلة .

وكما أن تطبيق أسعار الصرف الاسمية تساعد في السيطرة على التضخم في مستوياته الدنيا ، ولكن في ظل وجود مستويات عالية من الدولار ( Dollarization ) في لبنان وعدم وجود بدائل سلعية في كل من لبنان والأردن فإن ذلك يوجد صعوبة في تقبل نظام أسعار الصرف الاسمية لأن ذلك سيؤدي إلى مزيد من التذبذب في أسعار الصرف .

ومع ذلك فإن الباحثة تفترض أنه وفي ظل الظروف الحالية وخصوصاً في لبنان واعتماداً على نتائج الدراسة فإن سعر الصرف الثابت يبقى هو الأفضل ولكلا البلدين (الأردن ، لبنان)

وان هذا السعر يجب أن يبنى بحذر اعتمادا على التفضيل التجاري لكلا البلدين أي ربطه بعملة دول ذات علاقة تجارية قوية سواء مع الأردن أو لبنان أو حتى بسلة عملات .  
وقامت الباحثة باجراء دراستها عام 2003 وشملت فترة الدراسة الاعوام 1980 ولغاية العام 1999 واستخدمت الباحثة نموذج الانحدار الاتجاهي لإثبات فرضيات دراساتها .

### 3-2-7 دراسة ( Leigh, Rossi, 2002 ) بعنوان

#### **Exchange Rate Pass – Through in Turkey**

قامت دراسة الباحثان لتحديد الأثر الفعلي والحقيقي لاسعار الصرف على تحركات الأسعار في تركيا من خلال استخدام تحليل الانحدار الاتجاهي لفحص هذا الأثر خصوصا وان السياسة النقدية التركية كانت تهدف للسيطرة على التضخم .  
ووجد الباحثان أن تأثير سعر الصرف كبير في السنة الأولى ولكنه يتراجع في الاربع شهور الأولى وان ذلك مرده إلى الحجم الهائل من الاحتياطات الدولارية والمواد البديلة وباسعار مختلفة .

كما أن اثر انتقال أسعار الصرف على مؤشر أسعار الجملة هو اكبر من تأثيره على مؤشر أسعار المستهلك وسبب ذلك حسب رأي الباحثان هو أن مؤشر أسعار الجملة يحتوي حوالي 70% من السلع القابلة للتجارة tradable goods .

وان انتقال اثر أسعار الصرف يكون كاملا على المدى القصير واثره اكبر في تركيا مقارنة مع بقية الدول الناشئة .

وتم تقييم اثر انتقال سعر الصرف من خلال خمسة عوامل رئيسة هي أسعار النفط والناجح الحقيقي واسعار الصرف الاسمية بالإضافة إلى مؤشر أسعار المستهلكين ومؤشر أسعار الجملة كما أن اثر أسعار الصرف قد انخفض بعد تعويم الليرة التركية عام 2001 .

وتوفر دراسة الباحثان معلومات جزئية يمكن استخدامها بالإضافة إلى مؤشرات أخرى لمعرفة الضغط المتوقع على الأسعار ( التضخم ) .

وأجريت الدراسة خلال الفترة من العام 1994 وحتى العام 2002 .

### 3-2-8 دراسة ( An, 2006 ) بعنوان :

#### **Exchange Rate Pass – Through Evidence Based on Vector Autoregression with sign Restrictions**

تناولت هذه الدراسة أثر انتقال وانعكاس التغيرات في أسعار الصرف على مؤشر الأسعار المحلية ( مؤشر أسعار المستوردات ومؤشر أسعار المنتجين ومؤشر أسعار

المستهلكين ) على مجموعة من ثمانية دول من الدول الصناعية المتقدمة ( country-cross distribution ) باستخدام تحليل الانحدار الاتجاهي وخلال المراحل المختلفة من سلسلة التسعير ( chain ) .

واستطاعت الباحثة في هذه الدراسة تحديد صدمة أسعار الصرف والوصول إلى المعلومات المتعلقة بحجم وسرعة انعكاس أسعار الصرف من خلال تحليل التباين لتحديد مقدار الاستجابة لتلك الصدمة .

ووفقاً لنتائج هذه الدراسة تبين أن انعكاس أسعار الصرف غير مكتمل من عدة أوجه وأن سرعة الانعكاس تناقص خلال المراحل المختلفة من سلسلة التسعير .

وتأتي هذه النتائج متوافقة مع نتائج العديد من الدراسات التي تناولت نموذج مجموعة الدول حسب رأي الباحثة .

كما تبين من نتائج هذه الدراسة أن معامل أثر انعكاس أسعار الصرف يتعاضد في الاقتصادات صغيرة الحجم التي ترتفع فيها نسبة المستوردات من حجم التجارة الخارجية والتي تعاني من ارتفاع نسب التضخم وانعدام الاستقرار النقدي .

وتضمن نموذج الدراسة ثماني متغيرات داخلية هي أسعار النفط وأسعار الفائدة قصيرة الأجل وأسعار الصرف الاسمية الحقيقية ومؤشر أسعار الصادرات ومؤشر أسعار المستوردات ومؤشر أسعار المنتجين ومؤشر أسعار المستهلكين .

وتم تحديد صدمة الطلب بفجوة الانتاج بينما تم إضافة أسعار النفط لتمثل صدمة العرض وتم افتراض ان جميع المتغيرات في هذه الدراسة هي تمثيل للدورة التجارية .

وتمثل أسعار الفائدة قصيرة الأجل في هذا النموذج تأثير السياسة النقدية وتتميز دراسة الباحثة في إضافة مؤشر أسعار الصادرات إلى نموذج الدراسة .

### 3-3 ما يميز هذه الدراسة عن غيرها Study Distinction

رغم وجود العديد من الدراسات التي تناولها الباحث بالتعريف أو النقل أو وردت ضمن الدراسات السابقة ، الا ان دراسة الباحث تميزت عن باقي الدراسات الأخرى بالمزايا التالية:-

أولاً : هذه الدراسة الأولى في الأردن ( حسب علم الباحث ) التي تناولت موضوع انتقال آثار سعر الصرف إلى مؤشر الأسعار .

ثانياً : هذه الدراسة معاصرة وتناولت فترة زمنية تعرض فيها الاقتصاد الأردني إلى العديد من الأزمات المالية والنقدية والاقتصادية مما عكس تقيماً حقيقياً للاقتصاد الأردني .

ثالثا : اعتمد الباحث في اختباره للمتغيرات على خصوصية الاقتصاد الأردني ولم يطبق المتغيرات التي استخدمت في نماذج الدراسات الأخرى مما اعطى لهذه الدراسة بعدا حقيقيا لمشكلة الاقتصاد الأردني .

رابعا : تضمنت الدراسة الفترة الزمنية التي جرى فيها تثبيت سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي وهذا يعني ضمناً دراسة جدوى التثبيت وأثرها على آلية انتقال آثار سعر صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار المحلية .

## الفصل الرابع

## الفصل الرابع منهجية الدراسة

### 1-4 - التعريف الإجرائي للمتغيرات Variables Operational Definition

لتوضيح المقصود بالمتغيرات في فرضيات الدراسة فقد تم تعريف المتغيرات اجرائيا كالتالي :

يقصد بانتقال آثار سعر الصرف Exchange Rate Pass- Through هو تغير أسعار السلع المستوردة والمصدرة تبعاً للتغير في أسعار الصرف (1) .

سعر الصرف Exchange Rate هو سعر الدينار الأردني معبر عنه بعملة بلد اجنبي آخر ( أي عدد الوحدات من الدينار الأردني اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية) (2) .

وسيعتمد الباحث سعر الصرف الاسمي الفعال للدينار الأردني مقابل العملات الأجنبية وذلك لان الدينار الأردني مثبت امام الدولار الأمريكي منذ العام 1996 ، كما ان سعر الصرف الاسمي الفعال أكثر دقة لانه يأخذ بالاعتبار الشركاء التجاريين الرئيسيين للأردن في حساب هذا المتوسط ليعكس السعر الاهمية النسبية لكل شريك ، ويمكن حساب سعر صرف الدينار الأردني الاسمي الفعال بترجيح معدلات الصرف الثنائية بالمساهمات التجارية لهذه الدول (3) . وقد تم استخدام هذا المؤشر في العديد من الدراسات المشابهة كدراسة ( Billmeier, 2002 ) ودراسة ( Belaisch, 2003 ) . ولاحتساب أسعار الصرف الاسمي الفعال للدينار الأردني ( NEER ) سيتم الاعتماد على البيانات المحتسبة من قبل دائرة الاحصاءات في صندوق النقد الدولي .

### مؤشرات الأسعار Price Index

يقصد بمؤشر الأسعار المحلية ، الرقم القياسي لاسعار المستهلك والرقم القياسي لاسعار تجارة الجملة .

(1) Eiteman and Others, op. cit. P. 141.

(2) Shapiro Alan C ., Foundations of Multinational Financial Management , 2<sup>nd</sup> ed, Allyn and Bacon , USA , 1994, p 33 .

(3) عوض ، مروان ، مرجع سابق ، ص 351 .

الرقم القياسي لاسعار المستهلك **Consumer Price Index** : يقيس المستوى العام لاسعار سلة ثابتة من السلع والخدمات التي تستهلكها الأسرة في المملكة ( 844 سلعة وخدمة ) بما فيها السلع والخدمات الاستهلاكية المستوردة من الخارج ، ويعد الرقم من قبل دائرة الاحصاءات العامة ، بالترجيح بمعدل انفاق الأسرة على السلع والخدمات الداخلية في الرقم القياسي استنادا إلى نتائج دراسة نفقات ودخل الأسرة ( 2002 ) . (1) .

الرقم القياسي لاسعار تجارة الجملة **Producer Price Index** هي أسعار المواد الداخلة في عينة من السلع خلال ربع سنة مقارنة بسنة الأساس والمحتسبة من قبل دائرة الاحصاءات العامة .

يقصد بصدمة العرض **Supply Shock** هي تلك الاحداث ( التغيرات ) المؤثرة في القدرات الانتاجية والتكاليف ومن مصادرها ارتفاع أسعار النفط وتلف المحاصيل أو التغير في الاجور (2) .

أما صدمة الطلب **Demand Shock** فهي تلك الاحداث ( التغيرات ) المؤثرة في الطلب على السلع والخدمات في الاقتصاد ومن مصادرها زيادة الانفاق الحكومي أو زيادة عرض النقد (3) .

#### 2-4- المدى الزمني للدراسة Time Horizon

سيقوم الباحث بإجراء هذه الدراسة لمرة واحدة ( Time Series Study ) على البيانات المالية وللفترة من العام 1985 وحتى العام 2006 م .

وقد تم اختيار هذه الفترة بسبب تغير سياسة ربط أسعار صرف الدينار الأردني من سياسة الربط بسلة وحدة حقوق السحب الخاصة حتى العام 1986 ثم الربط بسلة من العملات الخاصة التي تعكس علاقات الأردن التجارية حتى منتصف شهر تشرين الأول عام 1988 عندما قام البنك المركزي بتعويم سعر صرف الدينار الأردني حتى الشهر الأول من العام 1989 ثم ربط الدينار بالدولار الأمريكي حتى شهر ايار من نفس العام ثم رجوعا إلى سلة العملات وأخيرا ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي منذ نهاية العام 1995 وحتى الآن .

<sup>1</sup> البنك المركزي الأردني ، دائرة الابحاث والنشرة الشهرية ، عدد رقم (3) مجلد 4 ، اذار 2008 .

(2) Bodi, Zvi, Kane Alex, and Marcus, A.Ian J., Essentials of Investments, 5<sup>th</sup> ed, McGraw – Hill , USA, 2003, p. 387 .

(3) Ibid , p. 387 .

#### 3-4 مصادر البيانات Sources of Data

سيقوم الباحث بالحصول على البيانات من مصادرها الثانوية ( secondary ) والمتمثلة بالتقارير والنشرات الشهرية والسنوية الصادرة عن الهيئات الرسمية ذات الاختصاص كالبنك المركزي الأردني ودائرة الاحصاءات العامة ومن خلال المؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي ( IMF Statistics ) والبنك الدولي ( World Bank Data Base ) والمؤسسة الدولية للاحصاءات المالية ( IFS ) .

كما سيقوم الباحث بالحصول على البيانات الأولية ( primary ) من خلال المقابلات الشخصية مع الخبراء والمحكمين في مجال الدراسات المالية والاقتصادية .

#### 4-4- نموذج الدراسة : Study Model

يعتمد أثر انتقال أسعار الصرف في الدول المختلفة على البيئة التضخمية لهذه الدول وان تباين الأثر من دولة لأخرى ( Taylor , 2000 ) ، ففي الدول المتقدمة يقل هذا الأثر ويزداد في الدول النامية والاسواق الناشئة ( Calvo , Reinhart, 2000 ) كما أن هذا الأثر مرتبط بدرجة الانفتاح الاقتصادي في الدولة ( McCarthy 2000 ) ، لذلك نجد أن قيمة مضاعف السياسة النقدية بالاقتصاد المفتوح اقل منها في الاقتصاد المغلق بسبب زيادة الميل الحدي للاستيراد في الاقتصاديات المفتوحة وهذا يعني أن عامل المستوردات هو العامل الخارجي الأساسي المؤثر على كفاءة السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار بالأسعار ( جرادات ، 97 ) .

بالإضافة الى عامل المستوردات فإن اسعار الفائدة الأجنبية الحقيقية تؤثر على تراجع المدفوعات وخصوصا في الدول النامية التي يتزايد فيها اللجوء إلى الاقتراض الخارجي لتمويل عمليات التنمية ، وفي ظل ارتفاع درجة الانكشاف الاقتصادي في هذه الدول فإن اثر الاقتراض يعمق من حجم المشكلة الموجودة اصلا وستجبر العديد من الدول إلى زيادة اصدار النقد محليا ( الاقتراض الداخلي ) لتخفيف عبء المديونية الخارجية مما يزيد من حجم الكتلة النقدية أو سيزيد من حجم الطلب المحلي وسينعكس ذلك على معدلات التضخم ، فاذا بقيت اسعار الصرف ثابتة كما هو في الاردن فإن سعر الصرف الحقيقي سيرتفع (النجداوي ، 92).

كما أن القواعد الأساسية للسياسة النقدية في الاقتصاديات المفتوحة تؤكد على أهمية تأثير كل من أسعار الفائدة واسعار الصرف لتحقيق استقرار في الأسعار ومحاربة التضخم ، إلا أن التأكيد على أسعار الصرف كان اكبر خصوصا إذا كان المستهدف هو التضخم على المدى البعيد ( Ball, 1999 ) .

وفيما يخص القيود الخارجية على السياسة النقدية والمسارح النقدي ، تبين أن أسعار الصرف الثابتة هي أحد المعوقات لنماذج السياسة النقدية في الدول الناشئة ذات الاقتصاديات التصديرية وان اتباع سياسة أسعار صرف مرنة قد تجنب الدولة الكثير من الخسائر في ثروتها كما حدث في الأزمة الكورية ( Gertler, Gilchrist, Natalucci, 2003 ) . وبالتالي فإن أسعار الصرف هي العامل الأساسي المقرر لمدى كفاءة السياسة النقدية خصوصا في الدول ذات الاقتصاد المفتوح ( Fung, 2002 ) .

وباستعراض هذه الدراسات نجد انها ركزت على تأثير عامل المستوردات ، ( تدهور شروط التبادل التجاري ) واسعار الصرف ، والتحويلات الخارجية ، والاقتراض الخارجي ، على المتغيرات الاقتصادية الكلية . وان العامل المشترك بين هذه العوامل وله تأثير على الدول ذات الاقتصاد المفتوح كالاردن هي اسعار الصرف وبالتالي فإن دراسة الية انتقال آثار اسعار الصرف Exchange Rate Pass – Through هي التي ستحدد اثر هذه العوامل على مؤشر الأسعار في الأردن .

كما يوجد العديد من العوامل الجزئية التي تؤثر في انتقال أسعار الصرف إلى السلع والخدمات المحلية من هذه العوامل مدى استجابة الأسعار للرفع responsiveness of Mark- ups ، ودرجة العائد على الإنتاج ، returns on production ، ودرجة مرونة الطلب على السلع المستوردة ، elasticity of imported goods .

أما العوامل الكلية ( Macro ) المؤثرة في انتقال اثر سعر الصرف إلى الأسعار المحلية فحددت العديد من الدراسات كدراسة ( Taylor, 2002 ) هذه العوامل هي حجم الاقتصاد ، ومدى ( درجة ) الانفتاح الاقتصادي ، ودرجة تذبذب أو مقاومة صدمة أسعار الصرف ، ودرجة تذبذب الطلب الكلي ، والبيئة التضخمية ، وبيئة السياسة النقدية ويكون اثر انتقال سعر الصرف في البلدان النامية كاملا إذا ما خفضت الدولة سعر عملتها لانها لا تؤثر على الطلب العالمي أو الأسعار العالمية ( McCarthy, 2000 ) بعكس الدول الكبيرة .

من هنا فإن الباحث واعتمادا على هذه الدراسات سيقوم ببناء نموذج الدراسة ليعكس خصائص الاقتصاد الأردني ، معتمداً على الاطار العام لتحليل الانحدار الاتجاهي ( Vector Auto Regerssion ) ومن خلال تعديل النموذج الرياضي لـ ( McCarthy ) والذي قام ببنائه لفحص اثر انتقال أسعار الصرف على مؤشر أسعار المستهلكين ومؤشر أسعار المنتجين في تسعة من الدول الغربية والتي تستخدم انظمة الصرف الحر ، واعتبر McCarthy في

دراسته ان التضخم خلال كل مرحلة من المراحل الثلاث ( الاستيراد ، المنتجين ، المستهلكين) في الفترة t انها تشمل على المكونات التالية :

أولاً : التضخم المتوقع خلال تلك الفترة اعتمادا على المعلومات في نهاية الفترة t-1 .

ثانيا وثالثا : تأثير صدمة العرض المحلي والطلب المحلي في الفترة t على التضخم في تلك المرحلة .

رابعا : تأثير صدمة أسعار الصرف على التضخم في مرحلة معينة وبعد ذلك تأثير الصدمات في المراحل السابقة من السلسلة ثم اخيرا صدمة تلك المرحلة نفسها .

ويعتبر McCarthy ان الصدمة في كل مرحلة هي نتاج تلك المرحلة من التضخم والتي يمكن تفسيرها باستخدام المعلومات في الفترة t-1 إضافة إلى المعلومات المعاصرة حول متغيرات العرض المحلي والطلب المحلي ، وأسعار الصرف والتضخم في المراحل السابقة من دورة التوزيع .

ويمكن تفسير تلك الصدمات على انها التغير في قدرة الشركات على التسعير تبعا للتغيرات في تلك الفترات .

وهناك ميزتان لنموذج McCarthy جديرة بالذكر أولاً ان النموذج يسمح لصدمة التضخم المستورد بالتأثير على التضخم ( أسعار المستهلكين ) بشكل مباشر وغير مباشر من خلال تأثير ذلك على تضخم ( أسعار المنتجين ) .

ثانياً : لا يوجد تغذية معاصرة في هذا النموذج فمثلا صدمة التضخم لأسعار المستهلكين تؤثر على التضخم المستورد وتضخم أسعار المنتجين فقط من خلال تأثيرها على التضخم المتوقع في الفترات المستقبلية .

وتحت هذه الفرضيات فإن معدل التضخم في الدولة في الفترة الزمنية t وخلال ثلاث مراحل ( الاستيراد ، الإنتاج ، الاستهلاك ) تكتب كالتالي :-

$$\pi^m_{it} = E_{t-1} [\pi^m_{it}] + \alpha_{1i}\varepsilon^s_{it} + \alpha_{2i}\varepsilon^d_{it} + \alpha_{3i}\varepsilon^e_{it} + \varepsilon^m_{it}$$

$$\pi^w_{it} = E_{t-1} [\pi^w_{it}] + \beta_{1i}\varepsilon^s_{it} + \beta_{2i}\varepsilon^d_{it} + \beta_{2i}\varepsilon^e_{it} + \beta_{4i}\varepsilon^m_{it} + \varepsilon^w_{it}$$

$$\pi^c_{it} = E_{t-1} [\pi^c_{it}] + \gamma_{1i}\varepsilon^s_{it} + \gamma_{2i}\varepsilon^d_{it} + \gamma_{2i}\varepsilon^e_{it} + \gamma_{4i}\varepsilon^m_{it} + \varepsilon^c_{it}$$

حيث تشير الرموز إلى ما يلي :

$\pi^m_{it}$  ،  $\pi^w_{it}$  ،  $\pi^c_{it}$  أسعار الاستيراد ، PPI و CPI على التوالي .

$\varepsilon^s_{it}$  ،  $\varepsilon^d_{it}$  ،  $\varepsilon^e_{it}$  صدمات العرض والطلب واسعار الصرف على التوالي .

$\varepsilon^m_{it}$  ،  $\varepsilon^w_{it}$  ،  $\varepsilon^c_{it}$  صدمات أسعار الاستيراد ، PPI و CPI على التوالي .

i : الدولة المعنية

t : الفترة الزمنية

(0)  $E_{t-1}$  هو التوقع للمتغير ( داخل القوس ) اعتمادا على المعلومات الموضوعية في نهاية الفترة الزمنية t-1 .

والصدمة في النموذج يفترض تسلسلها ولكنها غير مرتبطة مع بعضها بعضاً كما ان الارتباط بين كل صدمة واخرى غير موجود خلال الفترة .

ولاكمال بناء النموذج فقد أضاف McCarthy إضافتان الأولى وتشمل صدمات الطلب والعرض واسعار الصرف من خلال الافتراضات التالية :-

- صدمة العرض ويتم التعبير عنها من خلال التضخم في أسعار النفط مقوما بالعملة المحلية .

- صدمة الطلب ويتم التعبير عنها من خلال فجوة الإنتاج ( output gap ) بعد الاخذ بالاعتبار التأثير المتزامن لصدمة العرض .

- صدمة أسعار الصرف ويتم التعبير عنها بالزيادة ( الارتفاع ) في أسعار الصرف بعد الاخذ بالاعتبار التأثير المتزامن لصدمة العرض وصدمة الطلب .

وبالتالي تكون معادلات هذه الإضافة من النموذج كالتالي :-

$$\pi^{oil}_{it} = E_{t-1} [\pi^{oil}_{it}] + \varepsilon^s_{it}$$

$$y_{it} = E_{t-1} [y_{it}] + a_{1i}\varepsilon^s_{it} + \varepsilon^d_{it}$$

$$\Delta e_{it} = E_{t-1} [\Delta e_{it}] + b_{1i}\varepsilon^s_{it} + b_{2i}\varepsilon^d_{it} + \varepsilon^e_{it}$$

أما الإضافة الأخرى لنموذج McCarthy فكانت استجابة السلطات النقدية لتغيرات أسعار الصرف ( وقد عبر عنها الباحث من خلال أسعار الفائدة قصيرة الأجل ) والطلب على النقود وعبر عنها الباحث بنمو عرض النقد .

وتصبح بذلك معادلة النموذج كالتالي :-

$$\Delta_{it} = E_{t-1} [\Delta_{it}] + c_{1i}\varepsilon^s_{it} + c_{2i}\varepsilon^d_{it} + c_{3i}\varepsilon^e_{it} + c_{4i}\varepsilon^m_{it} + c_{5i}\varepsilon^w_{it} + c_{6i}\varepsilon^c_{it} + \varepsilon^{MF}_{it}$$

$$\Delta m_t = E_{t-1} [\Delta m_t] + d_{1i}\varepsilon^s_{it} + d_{2i}\varepsilon^d_{it} + d_{3i}\varepsilon^e_{it} + d_{4i}\varepsilon^m_{it} + d_{5i}\varepsilon^w_{it} + d_{6i}\varepsilon^c_{it} + d_{7i}\varepsilon^{MF}_{it} + \varepsilon^{MD}_{it}$$

وأخيراً افترض الباحث ان التغيير الشرطي المتوقع في المعادلات السابقة يمكن استبداله بتقدير خطي للاحتمالات المستقبلية مبني على أساس الاتجاه الحالي للفترات الفاصلة للمتغيرات الثمانية .

وتحت هذه الافتراضات يمكن تقدير النموذج باستخدام تحليل الانحدار الاتجاهي (VAR) وستوفر استجابة مؤشر أسعار المستهلكين (CPI) ، ومؤشر أسعار المنتجين (PPI) ، إلى الصدمات المستقلة احصائياً لرفع اسعار الصرف ، والتضخم في اسعار المستوردات تقدير لتأثير تلك التغيرات على التضخم المحلي .

بالإضافة إلى ان النموذج يوفر تحليل تباين لـ CPI و PPI ، يمكن من خلاله تحديد اهمية العوامل الخارجية المؤثرة على التضخم المحلي .

ولقياس التغيرات الثمانية في نموده فقد افترض McCarthy انه سيتم التعبير عن اسعار الصرف باسعار الصرف الاسمية للدول ضمن الدراسة ومن خلال البيانات المنشورة لبنك التسويات الدولي BIS .

اما اسعار المستوردات فتم قياسها من خلال مؤشر اسعار المستوردات وتم قياس مؤشر اسعار المستهلكين والمنتجين من خلال نفس المؤشرات والمنشورة في معظم دول العالم وبنفس الآلية اما فجوة الإنتاج فتتشيء بعد اخذ الانحراف للوغرتم للناتج المحلي الاجمالي الحقيقي GDP عن الاتجاه الخطي والتريبيعي .

deviations of the log of real GDP from a liner and quadratic trend

وتم التعبير عن اسعار الفائدة باسعار الفائدة لليلة واحدة وهو سعر الفائدة على القروض بين البنوك التجارية كما ينشرها الاحتياطي الفيدرالي الامريكي وتم التعبير عن عرض النقد باستخدام عرض النقد الموسع aggregate لانه يمثل السيولة المحلية ويمتاز بثباته .

وبالتالي فإن نموذج ( McCarthy ) يحتوي ثمانية متغيرات رئيسية في معادلة الانحدار الاتجاهي VAR هي المستوردات ، ومؤشر أسعار المستهلكين CPI ومؤشر أسعار المنتجين PPI ، وصدمة العرض ( أسعار النفط ) ، وصدمة الطلب ( فجوة الإنتاج ) وصدمة أسعار الصرف، وأسعار الفائدة قصيرة الأجل ، والنمو في عرض النقد .

ورغم تطبيق نموذج ( McCarthy ) في الدول الصناعية المتقدمة الا ان الباحث سيقوم بتعديل هذا النموذج ليتلائم مع الخصائص والمتغيرات الاقتصادية الكلية للدول الصغيرة ذات الاقتصاد المفتوح ، وستكون اولى خطوات بناء نموذج الانحدار الاتجاهي VAR ليتم تطبيقه على الأردن هي تحديد المتغيرات الرئيسية للاقتصاد الأردني .

حيث تشكل النقاط التالية والمرتبطة بأسعار الصرف اهم ملامح الاقتصاد الاردني :-

1- هناك عجز دائم في الميزان التجاري الاردني يؤثر بشكل دائم على انتقال اثر سعر الصرف على الاسعار المحلية ويشكل النفط اكبر واهم المستوردات التي تعمق اثر هذا العجز نتيجة لارتفاع الاسعار المتواصل لهذه السلعة عالميا حيث بلغ مقدار مستوردات الاردن من النفط حوالي 1933.150 مليون دينار اردني عام 2006 وما نسبته 24% من حجم المستوردات الكلية للاردن وحوالي 43% من مقدار العجز الكلي في الميزان التجاري الاردني البالغ لنفس العام حوالي 4497.844 مليون دينار اردني ، وسيقوم الباحث باعتماد اسعار النفط للتعبير عن الصدمة الخارجية ( supply shock) وذلك لارتفاع اسعار هذه السلعة باستمرار وخصوصا في السنوات الاخيرة ولعدم مرونة الطلب على هذه السلعة مقارنة مع بقية السلع المستوردة الاخرى ( جرادات ، 97 ) ، ( طلفاح ، 94 ) ، ( النجداوي ، 92 ) ، ( Bhattacharya, 2003 ) ( Gueorguiev, 2003 ) ، ( Khundrakpam, 2007 ) .

2- هناك زيادة في عرض النقد في الأردن مما يسبب زيادة في الطلب المحلي أو صدمة الطلب ( Demand Shock ) حيث يلاحظ أن عرض النقد قد تزايد بالسنوات الاربع الاخيرة من الدراسة وبنسبة 12 % ، 12 % ، 17 % ، 14 % على التوالي . ويؤدي زيادة عرض النقد إلى زيادة الكتلة النقدية مما ينقل أثر التحركات في أسعار الصرف الخارجية للأسعار المحلية ( النجداوي ، 92 ) ( العلي ، 97 ) ( Billmeier, Bonato, 2002 ) .

وبالتالي فإن نموذج دراسة الباحث سيعتمد على المتغيرات التالية :

- 1- التغير في أسعار النفط ( صدمة العرض ) .
- 2- التغير في عرض النقد ( صدمة الطلب ) ( m ) .
- 3- أسعار الصرف الحقيقية ( REER ) مقارنة مع سعر صرف الدولار الامريكي .
- 4- الرقم القياسي لأسعار تجارة الجملة ( WPI ) . Wholesale Price Indosx
- 5- الرقم القياسي لأسعار المستهلكين ( CPI ) . Consumer Price Indosx

ومن هنا فإن المتغيرات في النموذج المعدل يختلف عن المتغيرات في نموذج McCarthy من خلال النقاط الآتية :-

أولاً : تم تحديد صدمة الطلب بزيادة عرض النقد وهو احد الأسباب الرئيسية لصدمة الطلب خصوصاً في الدول النامية ، في حين حدد ( McCarthy ) صدمة الطلب بفجوة الإنتاج ( output gap ) والتي حددها من خلال قياس انحراف اللوغريتم الطبيعي للناتج الإجمالي الحقيقي عن الاتجاه الخطي .

ويعتقد الباحث واعتماداً على ما تم ذكره في خصائص الاقتصاد الأردني ان زيادة عرض النقد يعبر وبشكل كافي عن صدمة الطلب في الاقتصاد الأردني .

ثانياً : اخذ الباحث بأسعار الصرف الحقيقية للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي وذلك لان الدينار الأردني مثبت امام الدولار الأمريكي ومنذ العام 1996 ( الفترة الثانية ) من الدراسة في حين كانت دراسة ( McCarthy ) في دول تستخدم أسعار الصرف المعمومة .

ثالثاً : اعتمد الباحث مؤشر أسعار تجارة الجملة في حين استخدم ( McCarthy ) في دراسته مؤشر أسعار الانتاج الصناعي وهذا منطقي في الدول الصناعية ذات الإنتاج الهائل والمتنوع في السلع والخدمات ( Price Makers ) بينما في الدول النامية ذات الاقتصاد المفتوح ( Price Takers ) كالاردن فإن مؤشر أسعار الجملة هو الاقرب لتوافقه مع حجم العجز في الميزان التجاري الأردني ، بالإضافة إلى ذلك فإن الباحث يسعى لتحديد مقدار امتصاص مؤشر أسعار الجملة لصدمة تغيرات أسعار الصرف مقارنة مع مؤشر أسعار المستهلكين .

رابعاً : استبعد الباحث من دراسته مؤشر المستوردات والذي اخذ به ( McCarthy ) في دراسته وذلك لسببين اولهما عدم توفر ارقام وبيانات حول هذا المؤشر في الأردن وثانيهما ان الاخذ بهذا المؤشر أو استخراجيه يعني استثناء أسعار المستوردات من مؤشر أسعار تجارة الجملة وهذا يعني أيضاً ان مؤشر أسعار تجارة الجملة يشتمل على أسعار المستوردات .

خامساً : استبعد الباحث أسعار الفائدة قصيرة الأجل في نقل اثر أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشرات الأسعار في الأردن لمحدودية هذا الأثر ولارتباط السياسة النقدية باستخدام الادوات الكمية كعمليات السوق المفتوحة مباشرة والتي تساعد في إدارة عرض النقد داخل الاقتصاد وليس من خلال ادارة أسعار الصرف وذلك لان سعر صرف الدينار الأردني ثابت امام الدولار الأمريكي .

سادسا : تم استبعاد حجم الانفاق الحكومي من دراسة الباحث وذلك لوجود عوامل عديدة تؤثر فيه ومن ضمنها زيادة عرض النقد وزيادة اقتراض الدولة وهذه عوامل تم اخذها بالاعتبار وبالتالي لمنع حدوث تداخل في البيانات ومن ثم النتائج تم استبعادها .

ويتم التعبير عن هذه العوامل الخمسة في نموذج دراسة الباحث من خلال المعادلات التالية :-

$$1- \pi_t^{oil} = E_{t-1} (\pi_t^{oil}) + \varepsilon_t^{oil}$$

$$2- \pi_t^m = E_{t-1} (\pi_t^m) + \alpha_1 \varepsilon_t^{oil} + \varepsilon_t^m$$

$$3- \pi_t^e = E_{t-1} (\pi_t^e) + \beta_1 \varepsilon_t^{oil} + \beta_2 \varepsilon_t^m + \varepsilon_t^{\Delta e}$$

$$4- \pi_t^{WPI} = E_{t-1} (\pi_t^{WPI}) + \gamma \varepsilon_t^{oil} + \gamma_2 \varepsilon_t^m + \gamma_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \varepsilon_t^{WPI}$$

$$5- \pi_t^{CPI} = E_{t-1} (\pi_t^{CPI}) + \delta_1 \varepsilon_t^{oil} + \delta_2 \varepsilon_t^m + \delta_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \delta_4 \varepsilon_t^{WPI} + \delta \varepsilon_t^{CPI}$$

حيث تشير الرموز إلى ما يلي :-

$\pi_t^{oil}$  ،  $\pi_t^m$  ،  $\pi_t^e$  ،  $\pi_t^{WPI}$  ،  $\pi_t^{CPI}$  تمثل أسعار النفط ، وعرض النقد ، وأسعار الصرف ، ومؤشر أسعار الجملة ، ومؤشر أسعار المستهلكين على التوالي .

( . )  $E_{t-1}$  هو القيمة المتوقعة للمتغير ( . ) في الفترة السابقة t-1

$\alpha$  ،  $\beta$  ،  $\gamma$  ،  $\delta$  هي معاملات parameters

$\varepsilon_t^{CPI}$  ،  $\varepsilon_t^{WPI}$  ،  $\varepsilon_t^{\Delta e}$  ،  $\varepsilon_t^m$  ،  $\varepsilon_t^{oil}$  تمثل صدمات العرض ( oil ) ، الطلب ( m ) ، أسعار الصرف ( e ) وأسعار الجملة ( wpi ) ، وأسعار المستهلكين ( cpi ) على التوالي .

وسيمت التعبير عن أسعار النفط من خلال اللوغريتم الطبيعي لهذه الأسعار ، أما التغير في عرض النقد فيتم من خلال أخذ اللوغريتم الطبيعي لهذا المتغير بالإضافة إلى التغير في أسعار الصرف أما الرقم القياسي لاسعار المنتجين والمستهلكين فيتم من خلال معدلات هذه المؤشرات ، وستكون الفترة t في هذا النموذج سنويا .

#### 4-5 فرضيات الدراسة Study Hypotheses

للإجابة على مشكلة الدراسة ، ثم صياغة الفرضيات الآتية :

##### الفرضية الأساسية

تؤثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن .

ولقياس مقدار التحركات والعوامل المؤثرة فيها أي لقياس الفرضية الأساسية فإنه تم اشتقاق الفرضيات الفرعية الآتية :-

#### الفرضية الفرعية الأولى :

تؤثر صدمة الطلب ( التغير في عرض النقل ) على انتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشرات الأسعار في الأردن .

#### الفرضية الفرعية الثانية :

تؤثر صدمة العرض ( التغير في أسعار النفط ) على انتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشرات الأسعار في الأردن .

### 4-6 - وحدة التحليل Analysis Unit

ستكون وحدة التحليل في هذه الدراسة هي المؤشرات المالية والاقتصادية في الأردن . والخاصة بفرضيات هذه الدراسة كمؤشر أسعار المستهلكين ومؤشر أسعار تجارة الجملة وأسعار النفط وعرض النقد وأسعار الصرف الحقيقية للدينار الأردني وخلال فترة الدراسة .

### 4-7 - أساليب تحليل البيانات Data Analysis Techniques

استخدمت الدراسات التطبيقية حول موضوع انعكاس أسعار الصرف ثلاثة مداخل تحليلية مختلفة هي تحليل الانحدار للمعادلات الخطية  $standard\ single - equation\ regression$  techniques ونموذج تحليل الانحدار الاتجاهي الثابت  $stationary\ VAR$  وتحليل الترابط المشترك  $co\ integration$  .

كما قام بعض الباحثين باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS لتقدير انعكاس أسعار الصرف مع استخدام توزيع الفترات الزمنية متعدد الحدود  $polynomial\ distributed\ lags$  لتقدير استجابة الأسعار المتغيرة للسلع المتاجر بها للتغيرات في أسعار الصرف .

إلا أن هؤلاء الباحثين تجاهلوا في هذه الطريقة خصائص البيانات الزمنية ، فمعظم الدراسات تفترض أن البيانات الاقتصادية المتسلسلة زمنياً مثل أسعار صرف العملات هي بيانات غير ثابتة  $non - stationary$  وهذا أحد عيوب تقدير OLS وتؤدي إلى ما يسمى بمشاكل الانحدار الكاذب.

ورغم أنه يمكن تجنب هذه المشكلة بتوظيف استخدام الفرق الأول للبيانات إلا أن ذلك سيؤدي إلى فقدان هذه البيانات على المستوى العادي .

كما ان استخدام نموذج المعادلة الفردية single – equation لتقدير انعكاس اسعار الصرف والذي يعتمد على تفسيرات المعامل interpretation of coefficients - مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة - يعاني من بعض العيوب ، وذلك ان هذا النموذج يفترض انه لا توجد تعديلات داخلية بالاسعار مرافقة للتغيرات في اسعار الصرف وبالتالي تظهر في هذا التقدير مشكلة عدم الاتساق inconsistency والتي تعود إلى التحديد الداخلي لاسعار الصرف والأسعار .

كما أن لا يستخدم نموذج المعادلة الفردية في بيانات السلسلة الزمنية لأن هناك ارتباط ذاتي Auto correlation في هذه البيانات .

إن نموذج الانحدار الاتجاهي VAR من النماذج القياسية الحديثة لدراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ، حيث تم في هذا النموذج كتابة كل متغير من متغيرات الدراسة كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة وبقيم المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة ، وتعامل جميع المتغيرات في هذا النموذج على أنها متغيرات داخلية Endogenous Variables أي تحدد داخل النموذج وليس خارجه وكل ما يلزم في هذا النموذج هو تحديد متغيرات الدراسة وتحديد عدد فترات التباطؤ الزمني فقط <sup>1</sup> .

ولاستخدام نموذج VAR في فحص أثر انتقال أسعار الصرف العديد من المزايا مقارنة بطريقة المعادلات المنفردة single – equation – based method وهي احدى الطرق الاحصائية الشائعة في تحليل انعكاس اسعار الصرف ، فنموذج VAR يحل مشكلة الداخلية (endogeneity) أي افتراضه عدم وجود تعديلات داخلية بالاسعار مرافقة للتغيرات في اسعار الصرف وهذه احدى العيوب المتأصلة في نموذج المعادلة الفردية .

كما يسمح نموذج VAR بدمج الاسعار ضمن سلسلة التوزيع في نموذج واحد وذلك لأن نموذج المعادلة الفردية يفترض ان انعكاس اسعار الصرف سيمس سعراً واحداً أما مؤشر اسعار المستهلكين أو مؤشر اسعار الاستيراد .

ورغم وجود دراسات تناولت انعكاس اسعار الصرف على اكثر من مؤشر الا ان هذه الدراسات تبنت اكثر من نموذج للتحليل ولم تستخدم نموذج واحد كما في نموذج VAR <sup>2</sup> .

كما يساعد تحليل VAR على تشخيص وتحديد البناء التركيبي للصدمة التي تؤثر على سلسلة التوزيع وليس على تشخيص اتجاهات الاسعار فقط كما في نموذج المعادلة الفردية <sup>1</sup> .

(1) المجالي ، احمد عبد القادر ، أثر الائتمان المصرفي على النشاط الاقتصادي الأردني : نموذج VAR خلال الفترة (2000 – 01970) ، رسالة ماجستير ، جامعة مؤتة ، 2003 ، ص 46 .

<sup>2</sup> Lian , An, op. cit. P. 12 .

ويعتبر نموذج VAR مقياساً موثقاً به لقياس درجة وسرعة الانعكاس ، ذلك أنه يساعد على اقتفاء أثر الصدمة لمتغير داخلي على متغيرات أخرى داخل النموذج وهذا يسمح بتقدير انعكاس الاسعار خلال فترات زمنية مختلفة ومتغيرة ( dynamic ) وليس خلال فترة محددة فقط (2) .

ويعتبر الاقتصادي الأمريكي McCarthy من اوائل الباحثين الذين استخدموا نموذج تحليل الانحدار الاتجاهي VAR وتطبيقه على سلسلة التوزيع والتسعير .

وللحصول على نتائج تحليل نموذج VAR لا بد من اجراء الاختبارات التالية :

**أولاً :** اختبار جذر الوحدة ( The Unit Root Test ) لقياس صفة الاستقرار في متغيرات الدراسة ( stationary ) وسيستخدم الباحث اختبار ( Dickey - Fuller ) لاختبار مدى استقرار السلسلة الزمنية لانه في غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي يتم الحصول عليه بين المتغيرات يكون زائفاً لان البيانات الزمنية غالباً ما يوجد بها عامل الاتجاه ( Trend ) (3) .

**ثانياً :** اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني ( Selection the Lag – Length ) وسيستخدم الباحث طريقة ( Akaike Information Criterion ( AIC ) لتحديد عدد فترات التباطؤ الزمني الامثل .

**ثالثاً :** اختبار السببية ( The Causality Test ) ولتحديد اتجاه السببية عادة ما يستخدم اختبار Granger Causality Test .

**رابعاً :** تحليل مكونات التباين

للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه والمقدار الذي يعزى إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التوضيحية الأخرى في نموذج VAR يتم عادة تحليل مكونات التباين حيث تبرز أهمية هذا التحليل في انه يعطي الأهمية النسبية لآثر أي تغير مفاجئ ( shock ) في كل متغير من متغيرات النموذج على جميع المتغيرات في النموذج .

أن هذا التحليل يساعد على فحص أهمية صدمة أسعار الصرف ، لأن دالة الاستجابة لردة الفعل لا توفر معلومات عن أهمية صدمة أسعار الصرف على تحركات الأسعار المحلية

<sup>1</sup> Faruqe , op. cit. P. 4 .

<sup>2</sup> Lain, An , op. cit. P.12 .

(3) المجالي ، احمد عبد القادر ، مرجع سابق ، ص 47 .

بل توفر معلومات عن حدوث الانعكاس فقط . وبالتالي إذا كان انعكاس أسعار الصرف كبيراً وصدمة أسعار الصرف صغيرة فإن هذه الصدمة لن يكون لها تأثيراً كبيراً على الأسعار .

**خامساً :** دالة الاستجابة لردة الفعل ( impulse response function )

حيث تعمل هذه الدالة على تتبع المسار الزمني لمختلف الصدمات المفاجئة ( shock ) التي تتعرض لها المتغيرات المختلفة المتضمنة في نموذج VAR وتعكس كيفية استجابة كل متغير من هذه المتغيرات لأي هزة أو صدمة مفاجئة في أي متغير في النموذج مع مرور الزمن

#### **4-8- خطة الدراسة Structure of the Dissertation**

تتضمن هذه الدراسة الفصول والمباحث التالية :

**الفصل الأول :** الإطار العام للدراسة

**الفصل الثاني :** الاطار النظري للدراسة ويتضمن المباحث التالية :-

- المبحث الأول : العوامل المؤثرة في انتقال أسعار الصرف .
- المبحث الثاني : أنواع أنظمة الصرف وضوابطها في الأردن .
- المبحث الثالث : أسعار الصرف الحقيقية والاسمية واعتباراتها في الأردن .

**الفصل الثالث :** الدراسات السابقة

**الفصل الرابع :** منهجية الدراسة .

**الفصل الخامس :** نتائج الدراسة .

**الفصل السادس :** مناقشة النتائج وملخصها والتوصيات .

# الفصل الخامس

## الفصل الخامس

### نتائج الدراسة

#### 5-1 عرض نتائج الدراسة

تناولت العديد من الدراسات أثر انتقال أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار المحلية متضمنة العديد من المتغيرات والعوامل المؤثرة في هذه العلاقة بالإضافة إلى تنوع طرق التحليل المستخدمة بين استخدام طريقة المربعات الصغرى والمعادلات الفردية واستخدام تحليل الانحدار الاتجاهي ( VAR ) .

ولاختبار فرضيات هذه الدراسة فقد تم تحديد نموذج الدراسة متضمناً خمسة عوامل هي :  
التغير في أسعار النفط لتمثل صدمة العرض ، والتغير في عرض النقد (M2) لتمثل صدمة الطلب، والرقم القياسي لأسعار المستهلكين ، والرقم القياسي لأسعار تجارة الجملة ، وأسعار الصرف الاسمية الفعالة ( NEER ) للدينار الأردني .  
وتم الربط بين هذه المتغيرات من خلال النموذج التالي :

$$\pi_t^{oil} = E_{t-1} (\pi_t^{oil}) + \varepsilon_t^{oil}$$

$$\pi_t^m = E_{t-1} (\pi_t^m) + \alpha_1 \varepsilon_t^{oil} + \varepsilon_t^m$$

$$\pi_t^e = E_{t-1} (\pi_t^e) + \beta_1 \varepsilon_t^{oil} + \beta_2 \varepsilon_t^m + \varepsilon_t^{\Delta e}$$

$$\pi_t^{WPI} = E_{t-1} (\pi_t^{WPI}) + \gamma_1 \varepsilon_t^{oil} + \gamma_2 \varepsilon_t^m + \gamma_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \varepsilon_t^{WPI}$$

$$\pi_t^{CPI} = E_{t-1} (\pi_t^{CPI}) + \delta_1 \varepsilon_t^{oil} + \delta_2 \varepsilon_t^m + \delta_3 \varepsilon_t^{\Delta e} + \delta_4 \varepsilon_t^{WPI} + \delta_5 \varepsilon_t^{CPI}$$

وكان التحليل المستخدم في هذه الدراسة هو تحليل الانحدار الاتجاهي ( نموذج VAR ) والذي يستخدم لدراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية . وللحصول على نتائج هذا النموذج فقد تم استخدام مجموعة من الاختبارات هي اختبار جذر الوحدة لقياس مدى استقرارية متغيرات الدراسة (unit root test) ، واختبار عدد فترات التباطؤ الزمني ( selection the lag-length ) ، واختبار السببية ( causality test ) ، وتحليل مكونات التباين ( variance decomposition ) ، وأخيراً تحليل دالة الاستجابة لردة الفعل ( impulse response function ) .

وفيما يلي نتائج الاختبارات السابقة :

### 5-1-1 اختبار جذر الوحدة لقياس مدى استقرارية متغيرات السلاسل الزمنية

#### : The Unit Root Test

إن الهدف من دراسة استقرارية المتغيرات هو الحكم على منطقية العلاقات بين متغيرات الدراسة ، فإذا كان هناك استقرارية في المتغيرات فإن العلاقة بين المتغيرات تكون منطقية ، والا فإن العلاقة تكون زائفة في حال كون المتغيرات غير مستقرة .

وعادة ما تقاس الاستقرارية بالثبات النسبي في الانحراف المعياري والوسط الحسابي لمتغير ما خلال فترات زمنية مختلفة ، فإذا كان الفرق بين الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمتغير ما خلال فترة وفترة أخرى بسيطاً ، فإن ذلك يعني أن هذا المتغير يتمتع باستقرار نسبي .

ويمكن اختبار مدى استقرارية السلسلة الزمنية باستخدام اختبار ( Dickey – Fuller ) كما ذكر سابقاً والذي تم من خلاله الحكم على استقرار المتغيرات عن طريق مقارنة القيمة الجدولية مع قيمة (T) المحسوبة ، فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من قيمة (T) المحسوبة (بالقيمة المطلقة) فإن ذلك يعني عدم استقرار المتغير والعكس صحيح .

ويبين الجدول رقم ( 8 ) نتائج اختبار Dickey – Fuller للاستقرارية

جدول رقم ( 8 )

نتائج اختبار Dickey – Fuller للاستقرارية

النتيجة	قيمة T الجدولية	قيمة T المحسوبة	المتغير
مستقرة	1.725	-4.498	LNCPI
مستقرة	1.725	-4.467	LNEX
مستقرة	1.725	-3.788	LNMOIL
مستقرة	1.725	-3.788	LNIPPT
مستقرة	1.725	-3.788	LNMO2
مستقرة	1.725	-3.831	LNNEER
مستقرة	1.725	-4.498	LNREER

وتشير الاختصارات في الجدول رقم (8) إلى أن :

CPI : الرقم القياسي لأسعار المستهلكين .

EX : سعر صرف الدينار الاسمي .

M-OIL : أسعار النفط .

IPTT : الرقم القياسي لأسعار تجارة الجملة .

M2 : عرض النقد ( M2 ) .

NEER : أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني .

REER : أسعار الصرف الحقيقية الفعالة للدينار الأردني .

يلاحظ من الجدول رقم ( 8 ) أن جميع البيانات في هذه الدراسة مستقرة عند المستوى الأول (level 1) أي بعد طرح القيمة الحالية للمتغير من القيمة السابقة ، وتم الحكم على استقرارية المتغيرات <sup>(1)</sup> من خلال مقارنة قيمة (T) المحسوبة ( وبالقيمة المطلقة ) مع القيمة الجدولية ( بالقيمة المطلقة ) والمنطلقة من الفرضية الصفرية التي تقترض أصلاً عدم استقرارية المتغيرات ، وبذلك فإن متغيرات السلاسل الزمنية في هذه الدراسة تعد متكاملة من الدرجة الأولى .

#### 5-5-2 اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني Selection The Lag- Length :

تقيس فترة التباطؤ الزمني ، بالفترة التي يظهر منها أثر متغير ما على متغير آخر ، وتتحدد هذه الفترة بالاجابة عن السؤال التالي :

كم يتأخر ظهور أثر متغير ما على متغير آخر ؟

ولا توجد معايير محددة لقياس فترات التباطؤ الأمثل ، ولكن كلما قلت الفترة كان ذلك أفضل ، وعادة ما يسترشد الباحثون بمقارنة نتائج فترات التباطؤ الزمني في دراستهم مع دراسات أخرى مماثلة .

ولإيجاد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني في نموذج الدراسة ، تم الاعتماد على طريقة

أكايك (AIC) Akaike Information Criterion .

ولتحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني ، يتم اختيار أقل قيمة من قيم معيار (AIC)

والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل .

<sup>(1)</sup> McClave James T, Benson P. Geoge, Statistics for Business and Economics, Dellen Publishing Company ,4<sup>th</sup> ed, USA, 1988, P1197 .

وبالرجوع إلى البيانات الإحصائية في الملحق نلاحظ أن أقل قيمة (AIC) كانت 3.232913- عند فترة تباطؤ زمني تساوي (2) .

### 5-1-3 اختبار السببية Causality Test

تعرف السببية في حالة وجود متغيرين X و Y على أنهما ( المتغير X يسبب المتغير Y إذا كان التباطؤ الزمني للمتغير X يملك طاقة تنبؤية إضافية على المتغير Y عند إضافة التباطؤ الزمني للمتغير X إلى التباطؤ الزمني لقيم Y نفسه) .

ولتحديد اتجاه السببية يتم عادة استخدام اختبار Granger للسببية وهو من الاختبارات شائعة الاستعمال والذي يمكن بواسطته تحديد السببية بين متغيرات الدراسة أي بين أسعار الصرف ، ومؤشر أسعار المستهلكين ، ومؤشر أسعار الجملة ، وأسعار النفط وعرض النقد .  
والعلاقة إما أن تكون أحادية الاتجاه أي أن يؤثر أحد العوامل على العوامل الأخرى دون أن تؤثر عليه بقية العوامل ، أو علاقة تبادلية هي أن تؤثر العوامل على بعضها بعضاً أو ألا تكون هناك علاقة سببية بين هذه المتغيرات .

ولتحديد العلاقة السببية بناء على البيانات الإحصائية المرفقة يتم مقارنة قيمة F المحسوبة مع قيمة F الجدولية .

فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية فهذا يعني أن هناك علاقة سببية بين المتغيرات ، وإذا كانت قيمة F المحسوبة أقل من قيمة F الجدولية فهذا يعني عدم وجود علاقة بين المتغيرات .

وعند تطبيق اختبار Granger للسببية كانت النتائج كالتالي :-

جدول رقم ( 9 )

اختبار Granger للسببية

نتيجة السببية	قيمة (F) الجدولية	قيمة (F) المحسوبة	اتجاه السببية
تسبب	1.717	3.749	NEER ! M2
لا تسبب	1.717	0.205	M2 ! NEER
تسبب	1.717	2.526	NEER ! CPI
لا تسبب	1.717	0.669	CPI ! NEER
لا تسبب	1.717	1.694	NEER ! M-OIL

تسبب	1.717	3.852	M-OIL ! NEER
لا تسبب	1.717	1.645	NEER ! IPTT
تسبب	1.717	3.166	IPTT ! NEER
تسبب	1.717	1.855	M2 ! CPI
لا تسبب	1.717	1.067	CPI ! M2
لا تسبب	1.717	0.855	CPI ! N-OIL
لا تسبب	1.717	0.085	M-OIL ! CPI
لا تسبب	1.717	0.739	M2 ! M-OIL
لا تسبب	1.717	0.218	M-OIL ! M2
تسبب	1.717	43.825	M2 ! IPTT
تسبب	1.717	1.933	IPTT ! M2
لا تسبب	1.717	0.243	CPI ! IPTT
تسبب	1.717	5.949	IPTT ! CPI
لا تسبب	1.717	0.717	M-OIL ! IPTT
لا تسبب	1.717	0.753	IPTT ! M-OIL

حيث تشير الاختصارات في الجدول إلى :

M2 : عرض النقد .

NEER : أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني .

CPI : مؤشر أسعار المستهلكين .

M-OIL : أسعار النفط .

IPTT : مؤشر أسعار تجارة الجملة .

#### 4-1-5 تحليل مكونات التباين Variance Decomposition باستخدام أسعار الصرف

الاسمية الفعالة ( NEER ) :

يستخدم تحليل مكونات التباين للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ والذي يعود إلى خطأ

التنبؤ في المتغير نفسه والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التوضيحية الأخرى

في نموذج VAR .

بمعنى أن تحليل مكونات التباين يقيس مقدار التغير في متغير ما والذي يعزى إلى التغير في المتغير نفسه ومقدار التغير الذي يعزى إلى المتغيرات الأخرى في النموذج<sup>(1)</sup> .  
وبعد تطبيق هذا الاختبار كانت النتائج كالتالي :

أ- تحليل مكونات التباين لأسعار الصرف الاسمية الفعالة ( NEER )

جدول رقم ( 10 )

مكونات التباين لأسعار الصرف الاسمية الفعالة ( NEER )

Period	NEER	M2	CPI	M-OIL	IPTT
1	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
5	91.02	0.49	4.22	0.29	3.95
10	89.09	0.74	5.39	0.30	4.45

تظهر نتائج هذا الجدول بأن التغير ( الخطأ بالنتيـبؤ ) في أسعار الصرف الاسمية للدينار الأردني بالفترة الأولى والبالغ (100.0%) تعزى إلى المتغير نفسه بينما يلاحظ تناقص هذه النسبة في الفترة الخامسة من هذه الدراسة لتصل النسبة إلى (91.0%) والباقي منها حوالي (4%) تعود لمتغير مؤشر أسعار المستهلكين ، ومؤشر أسعار المنتجين ، وكذلك استمرار تناقص هذه النسبة بالفترة العاشرة وبنسب معدل الفترة الخامسة .

ب- تحليل مكونات التباين لعرض النقد (M2)

جدول رقم ( 11 )

مكونات التباين لعرض النقد (M2)

Period	NEER	M2	CPI	M-OIL	IPTT
1	34.05	65.95	0.00	0.00	0.00
5	34.45	23.33	4.78	6.36	31.06
10	61.95	17.81	2.31	5.43	12.46

<sup>(1)</sup> Walter Enderi, Applied Econometric Time Series , 2<sup>nd</sup> ed, Wiley , USA , 2004, P 280 .

تظهر نتائج جدول رقم ( 11 ) بأنه عند تحليل مكونات تباين عرض النقد (M2) فإن حوالي (66%) من الخطأ بالتنبؤ في تباينه بالفترة الأولى تعزى إلى المتغير نفسه ، وأن الباقي يعزى لمتغير أسعار الصرف الاسمية والبالغ حوالي (34%) إلا أن النسبة الأولى تبدأ بالتناقص لتصل في الفترة الخامسة إلى حوالي (23%) وفي الفترة العاشرة لتصل حوالي (17%) بينما يستمر تصاعد نسبة التغير التي تعزى لمتغير أسعار الصرف الاسمية لتصل حوالي (62%) في الفترة العاشرة .

وهذا الارتفاع مع مرور الزمن يدل على قوة تأثير أسعار الصرف الاسمية على عرض النقد .

#### ج- تحليل مكونات التباين لمؤشر اسعار المستهلكين CPI

جدول رقم ( 12 )

#### مكونات التباين لمؤشر اسعار المستهلكين CPI

Period	NEER	M2	CPI	M-OIL	IPTT
1	68.89	1.84	29.26	0.00	0.00
5	84.83	4.52	9.00	0.03	1.60
10	86.01	5.46	5.69	0.43	2.38

تظهر نتائج جدول رقم ( 12 ) بأنه عند تحليل مكونات تباين مؤشر أسعار المستهلكين فإن حوالي (29%) من الخطأ بالتنبؤ في تباين هذا المؤشر في الفترة الأولى تعزى إلى المتغير نفسه بينما يعزى حوالي (69%) من الخطأ بالتنبؤ في تباينه إلى متغير أسعار الصرف الاسمية للدينار الأردني وهذا يعزز من فرضية الدراسة القائلة بوجود علاقة بين أسعار الصرف وبين مؤشرات الأسعار المحلية .

ويلاحظ تزايد تأثير أسعار الصرف الاسمية في الفترة الخامسة والعاشرة لتصل على التوالي إلى حوالي (85%) و (86%) بينما يتناقص تأثير الخطأ بالتباين الذي يعزى إلى المتغير نفسه ليصل بالفترة الخامسة إلى حوالي (9%) والفترة العاشرة إلى حوالي (6%) .

د- تحليل مكونات التباين الأسعار النفط M-OIL

جدول رقم ( 13 )

مكونات التباين الأسعار النفط M-OIL

Period	NEER	M2	CPI	M-OIL	IPTT
1	24.33	14.83	18.49	42.30	0.00
5	24.80	22.66	16.71	33.45	2.35
10	27.24	25.00	13.37	32.66	1.70

يلاحظ من نتائج جدول رقم ( 13 ) أن (42%) من الخطأ في تباين هذا المتغير بالفترة الأولى تعزى إلى المتغير نفسه بينما تتوزع بقية النسبة على ثلاثة متغيرات هي أسعار الصرف الأسمية وبنسبة (24%) ، وعرض النقد بنسبة حوالي (15%) ، ومؤشر أسعار المستهلكين بنسبة حوالي (19%) .

ولكن يلاحظ أن النسبة من الخطأ في تباين متغير أسعار النفط تتناقص لتصل حوالي (33%) في الفترة الخامسة ، ولتستقر عند نفس النسبة في الفترة الخامسة ، وتستقر عند نفس النسبة في الفترة العاشرة .

بينما تتزايد نسبة الخطأ بالتنبؤ التي تعزى إلى متغير عرض النقد لتصل في الفترة الخامسة إلى حوالي (23%) وحوالي (25%) في الفترة العاشرة .

بينما تتزايد نسبة الخطأ بالتنبؤ التي تعزى إلى متغير أسعار الصرف الاسمية لتصل إلى حوالي (27%) في الفترة العاشرة رغم استقرارها في الفترة الخامسة عند نفس نسبة الفترة الأولى .

كما يلاحظ تناقص تأثير متغير مؤشر أسعار المستهلكين لتتخفض النسبة إلى حوالي (17%) في الفترة الخامسة و (13%) في الفترة العاشرة .

هـ- تحليل مكونات تباين مؤشر أسعار تجارة الجملة IPTT

جدول رقم ( 14 )

مكونات تباين مؤشر أسعار تجارة الجملة IPTT

Period	NEER	M2	CPI	M-OIL	IPTT
1	9.31	1.67	2.29	2.12	84.58
5	25.09	2.67	12.70	1.65	57.87
10	28.06	2.54	13.93	1.83	53.63

تظهر نتائج جدول رقم (14) بعد تحليل مكونات تباين المتغير مؤشر أسعار تجارة الجملة أن حوالي (85%) من الخطأ بالتنبؤ في تباين هذا المتغير تعزى للمتغير نفسه في الفترة الأولى وأن حوالي (10%) من الخطأ بالتنبؤ في تباين متغير مؤشر أسعار تجارة الجملة تعزى إلى متغير أسعار الصرف الاسمية .

كما يلاحظ ازدياد تأثير متغير أسعار الصرف الاسمية لتصل النسبة إلى حوالي (25%) في الفترة الخامسة وحوالي (28%) في الفترة العاشرة بينما يتناقص الخطأ بالتنبؤ والذي يعزى إلى المتغير نفسه ليصل في الفترة الخامسة إلى حوالي (58%) وإلى حوالي (53%) في الفترة العاشرة .

وقد تم ترتيب متغيرات الدراسة وفقاً لتوزيع Cholaski وذلك لبيان مصداقية نتائج التحليل ، إذ يتم اللجوء إلى توزيع ( Cholaski ) لتلافي مشكلة وجود التأثير المتزامن للأخطاء في المتغيرات المختلفة في النموذج (1) .

### 5-1-5 تحليل دالة الاستجابة لردة الفعل Impulse Response Function

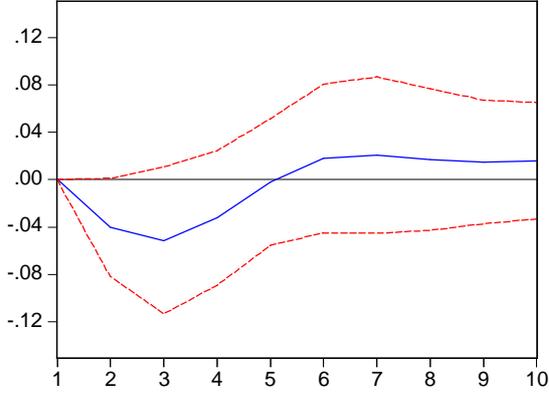
لنتبع المسارات الزمنية للصدمات المختلفة والمفاجئة التي تتعرض لها المتغيرات في نموذج VAR نستخدم تحليل دالة الاستجابة لردة الفعل إذ تعكس هذه الدالة كيفية استجابة هذه المتغيرات لتلك الصدمات وتساعد على توضيح استجابة متغير لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في نفس المتغير أو في متغير آخر من متغيرات النموذج .

(1) Ibid , p 280 .

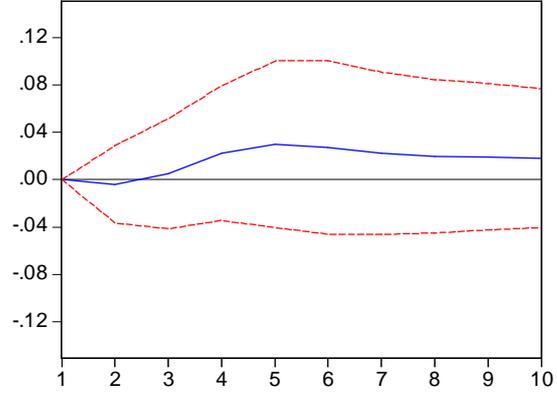
شكل رقم ( 19 ) تحليل الاستجابة لردة الفعل

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 1$  S.E

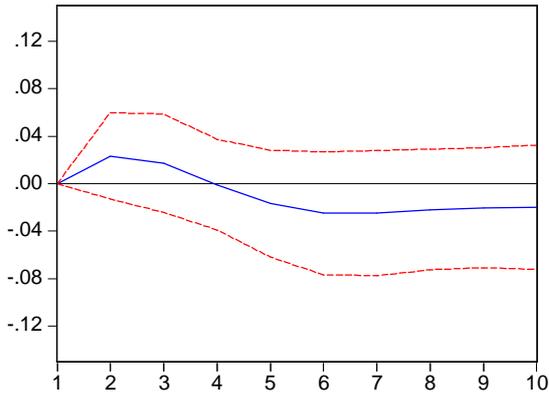
شكل رقم (1)



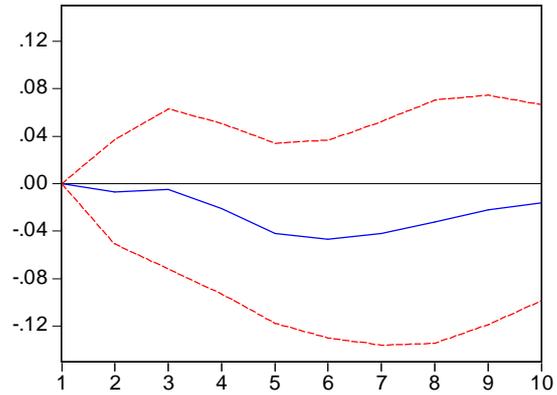
شكل رقم (3)



شكل رقم (2)



شكل رقم (4)



وعند تطبيق هذا الاختبار على متغيرات النموذج كانت النتائج كالتالي :

أ- استجابة عرض النقد M2 ( صدمة الطلب ) :

يبين الشكل رقم ( 1 ) استجابة ردة الفعل لعرض النقد لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني ( NEER ) .  
 إذ يتضح من خلال هذا الشكل بأن أثر أسعار الصرف الاسمية الفعالة على عرض النقد سلبي في الفترة الثانية والثالثة ثم يبدأ هذا الأثر بالتصاعد بشكل إيجابي بدءاً من الفترة الثالثة ومن الفترة السادسة ، ويستقر نسبياً بعد ذلك حتى نهاية الفترة العاشرة .  
 وهذا يعني أن أي صدمة عشوائية في أسعار الصرف الاسمية الفعالة تؤثر إيجابياً ومباشرة على عرض النقد في معظم فترات الدراسة ويستمر هذا الأثر تصاعدياً .

كما أن سرعة الاستجابة لردة الفعل تظهر من بداية الفترة الثانية وهذه دلالة على الاستجابة المبكرة لردة الفعل .

وهذا يعزز من فرضية الدراسة القائلة بوجود علاقة بين التحركات في أسعار صرف العملات وصدمة الطلب .

ب- استجابة أسعار النفط M- OIL ( صدمة العرض ) :

يبين الشكل رقم ( 2 ) استجابة أسعار النفط لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار الصرف الاسمية للدينار الأردني ، إذ يتضح من خلال هذا الشكل بأن أثر أسعار الصرف الاسمية على أسعار النفط أثر ايجابي ومتصاعد في الفترة الأولى ثم يبدأ هذا الأثر بالتنازل في الفترة الثانية والثالثة ليعاود الارتفاع بعد ذلك في الفترة الرابعة وحتى الفترة العاشرة.

وهذا يعني أن أي صدمة عشوائية في أسعار الصرف الاسمية الفعالة تؤثر إيجابياً ومباشرة على أسعار النفط في معظم فترات الدراسة وأن سرعة الاستجابة تظهر منذ بداية الفترة الثانية .

وهذا يعزز من فرضية الدراسة القائلة بوجود علاقة بين التحركات في أسعار صرف العملات وصدمة العرض .

ج- استجابة مؤشر اسعار المستهلكين CPI :

يبين الشكل رقم ( 3 ) استجابة مؤشر أسعار المستهلكين CPI لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني ، إذ يتضح من هذا الشكل أن الأثر كان مستقراً في الفترة الثانية من الدراسة ثم بدأ باتجاه تصاعدي طيلة الفترات المتبقية وأن الاستجابة لردة الفعل كانت مبكرة ومنذ بداية الفترة الثانية .

وهذا يعني أن أي صدمة عشوائية في أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني تؤثر وبشكل ايجابي طيلة فترات الدراسة على مؤشر أسعار المستهلكين .

وهذا يعزز الفرضية الأساسية في الدراسة القائلة بوجود علاقة بين التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية وبين مؤشر الأسعار في الأردن .

د- استجابة مؤشر أسعار تجارة الجملة IPTT :

يبين الشكل رقم ( 4 ) استجابة مؤشر أسعار الجملة IPTT لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني ، إذ يتضح من هذا الشكل أن أثر الاستجابة كان مستقراً طيلة الفترة الأولى والثانية ثم بدأ بالتنازل حتى الفترة

الخامسة ثم بدأ بالتصاعد بعدها وحتى نهاية الفترة وأن سرعة الاستجابة لردة الفعل كانت من بداية الفترة الثانية .

وتعزز دالة استجابة مؤشر أسعار الجملة فرضية الدراسة القائلة بوجود علاقة بين التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية وبين مؤشر الأسعار في الأردن .

## 5-2 اختبار الفرضيات :

بعد استعراض نتائج التحليل الإحصائي لفرضيات الدراسة سيتم اختبار الفرضيات على ضوء النتائج كالتالي :

### 5-2-1 الفرضية الأساسية :

تؤثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن .  
بعد اختبار هذه الفرضية إحصائياً باستخدام نموذج تحليل الانحدار الاتجاهي VAR كانت نتائج اختبار هذه الفرضية كالتالي :

أ- عند تطبيق اختبار Granger للسببية كانت نتيجة تأثير أسعار الصرف الاسمية الفعالة والتي تعكس العلاقة بين سعر الصرف الاسمي للعملة المحلية مع أسعار الصرف الاسمية للشركاء التجاريين وجود علاقة سببية بين أسعار الصرف الاسمية ومؤشر أسعار تجارة الجملة وأن العلاقة أحادية ، أي أن أسعار الصرف الاسمية الفعالة تؤثر على مؤشر أسعار تجارة الجملة بينما لا يؤثر مؤشر أسعار تجارة الجملة على أسعار الصرف الاسمية الفعالة .

أما عن العلاقة بين أسعار الصرف الاسمية ومؤشر أسعار المستهلكين فقد كانت نتيجة تحليل السبب أنه توجد علاقة بين أسعار الصرف الاسمية الفعالة وبين مؤشر أسعار المستهلكين وأن هذه العلاقة أحادية أيضاً حيث يؤثر أسعار المستهلكين على أسعار الصرف الاسمية بينما لا تؤثر أسعار الصرف الاسمية على مؤشر أسعار المستهلكين .

ب- عند تحليل مكونات التباين لمؤشر أسعار المستهلكين أظهرت النتائج أن حوالي 69% من الخطأ بالتنبؤ في تباين هذا المتغير يعزى إلى متغير أسعار الصرف الاسمية الفعالة .

ج- عند تحليل مكونات التباين لمؤشر أسعار تجارة الجملة ، أظهرت النتائج الإحصائية أن المتغير الرئيس المؤثر في تفسير الخطأ في تباين متغير مؤشر أسعار تجارة الجملة هو متغير أسعار الصرف الاسمية ، وأن أثر هذا المتغير يتزايد من حوالي 10% في الفترة الأولى ليصل حوالي 28% في الفترة العاشرة وأن تأثير بقية المتغيرات محدود .

عند تحليل استجابة مؤشر أسعار المستهلكين لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار الصرف الاسمية الفعالة اظهرت نتائج تحليل استجابة ردة الفعل أن هناك أثراً إيجابياً ومتصاعداً طيلة فترة الدراسة وأظهر التحليل دلالة على سرعة استجابة المؤشر لردة الفعل .

د- تحليل استجابة مؤشر أسعار تجارة الجملة لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني أظهرت نتائج تحليل استجابة ردة الفعل بأن هناك أثراً محدوداً في الفترة الأولى والثانية من الدراسة ثم بدأ هذا الأثر يتجه اتجاهاً إيجابياً وتصادفياً بدأ من بداية الفترة الخامسة وحتى نهاية فترة الدراسة كما أظهرت النتائج سرعة استجابة مؤشر أسعار تجارة الجملة لردة الفعل .

بعد استعراض النتائج الإحصائية للفرضية الأساسية الأولى نجد أن جميع هذه النتائج ، باستثناء تحليل السببية لتأثير أسعار الصرف الاسمية على مؤشر أسعار المستهلكين ، تعزز وتثبت وجود علاقة قوية بين أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن .

#### 2-2-5 الفرضية الفرعية الأولى

تؤثر صدمة الطلب ( الصدمة النقدية ) على انتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشرات الأسعار في الأردن .

أ- عند تطبيق اختبار Granger لسببية أظهرت نتائج هذا الاختبار بأن هناك علاقة سببية بين عرض النقد وبين مؤشر أسعار تجارة الجملة ، وأن هذه العلاقة تبادلية إذ يؤثر كلا المتغيرين على بعضهما البعض بينما كانت العلاقة بين عرض النقد ومؤشر أسعار المستهلكين علاقة احادية ، إذ يؤثر مؤشر أسعار المستهلكين على عرض النقد ، بينما لا يسبب عرض النقد في مؤشر أسعار المستهلكين .

ب- عند تحليل مكونات التباين لعرض النقد ، أظهرت النتائج أن حوالي 34% من الخطأ بالتنبؤ تعود للمتغير أسعار الصرف الاسمية الفعالة وأن هذه النسبة تتزايد لتصل إلى حوالي 62% في نهاية الفترة العاشرة .

وهذا الارتفاع مع مرور الزمن يدل على قوة تأثير أسعار الصرف الاسمية على عرض النقد .

ج- عند تحليل استجابة عرض النقد لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار الصرف الاسمية ، أظهرت النتائج بأن أثر هذه الصدمة ايجابي طيلة فترة الدراسة وأن سرعة الاستجابة كانت مبكرة .

بعد استعراض النتائج الإحصائية للفرضية الفرعية الأولى ، أظهرت النتائج ، باستثناء تحليل السببية لتأثير عرض النقد على مؤشر أسعار المستهلكين ، أن هناك علاقة بين الصدمة النقدية ( عرض النقد ) وانتقال أثر التحركات في أسعار الصرف على مؤشرات الأسعار في الأردن.

### 5-2-3 الفرضية الفرعية الثانية :

تؤثر صدمة العرض ( الصدمة الحقيقية ) على انتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشرات الأسعار في الأردن .

أ- عند تطبيق اختبار Granger لسببية أظهرت نتائج هذا الاختبار بأنه لا توجد علاقة سببية بين أسعار النفط وبين مؤشر أسعار المستهلكين ، وأن هذه العلاقة تبادلية أي لا توجد علاقة سببية بين مؤشر أسعار المستهلكين وبين أسعار النفط ، وكذلك لا توجد علاقة سببية تبادلية بين أسعار النفط وبين مؤشر أسعار تجارة الجملة .

ب- عند تحليل مكونات التباين لأسعار النفط ، أظهرت النتائج أن المتغير الرئيس المؤثر في تفسير الخطأ بالتنبؤ في تباين هذا المتغير تعزى لمتغير أسعار الصرف الاسمية وبنسبة حوالي 25% في الفترة الأولى و25% في الفترة الخامسة وحوالي 28% في الفترة العاشرة وأن هذا المتغير طيلة الفترات الثلاث هو الأعلى .

ج- عند تحليل استجابة أسعار النفط لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في أسعار الصرف الاسمية الفعالة للدينار الأردني ، أظهرت النتائج بأن تحليل استجابة ردة الفعل كان لها أثر ايجابي قوي ومتصاعد وطيلة فترات الدراسة لأسعار الصرف الاسمية الفعالة على أسعار النفط وأن الاستجابة المبكرة دليل على التأثير المتزامن للتحركات في أسعار الصرف على أسعار النفط .

بعد استعراض النتائج الإحصائية للفرضية الفرعية الثانية ، نجد أن جميع هذه النتائج باستثناء تحليل السببية لتأثير أسعار النفط على مؤشر أسعار المستهلكين ومؤشر أسعار تجارة الجملة تعزز وتثبت وجود علاقة معنوية بين أثر صدمة العرض أسعار النفط على انتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشرات الأسعار في الأردن .

# الفصل السادس

## الفصل السادس

### مناقشة النتائج والتوصيات

#### 6-1 مناقشة النتائج

على الباحث الاقتصادي توخي الحذر في تفسير نتائج أي ظاهرة اقتصادية لتداخل تأثير المتغيرات الاقتصادية مع بعضها بعضاً ، ولاختلاف طبيعة الظاهرة من فترة لأخرى ومن اقتصاد لآخر .

بالإضافة إلى الدور الذي تلعبه التوقعات بشكل كبير أحياناً لتشكل جزءاً من الظاهرة وبالتالي تساعد على تقليل أثرها أو زيادته .

كما أن استجابة الأفراد والمنشآت للظاهرة يعتمد على مقدار فهمهم لها ، وبالتالي قد تكون البيانات مشوشة انعكاساً لأي نظام جديد تختلف تفسيرات الأفراد والمنشآت له .

ورغم هذه المحاذير والتي تنطبق على ظاهرة انعكاس أسعار الصرف سعى الباحث في دراسته إلى تفسير هذه الظاهرة اعتماداً على استخدام المنهجية العلمية المبنية على نموذج علمي تم تطويره للوصول إلى ارقام تعكس دقة الواقع العملي لظاهرة انعكاس التحويلات في أسعار صرف العملات على مؤشرات الأسعار المحلية في الأردن .

بعد استخراج النتائج الإحصائية المتعلقة بدراسة أثر انتقال التحويلات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشر الأسعار المحلية في الأردن ، وتلخيص نتائج فرضيات الدراسة والمتعلقة بإثبات أو نفي وجود أثر لهذه التحويلات على مؤشرات الأسعار المحلية في الأردن وعلى أثر صدمة الطلب ، وصدمة العرض على هذه التحويلات ، ومدى قوة وسرعة التأثير ، سيتم مناقشة هذه النتائج في ضوء النظريات الاقتصادية ذات العلاقة بانعكاس التحويلات في أسعار الصرف والعوامل المؤثرة على هذه العلاقة .

وفي ضوء الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع توصل الباحث في دراسته إلى إثبات الفرضية الأساسية والمتعلقة بوجود أثر للتحويلات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر أسعار تجارة الجملة ومؤشر أسعار المستهلكين .

إذ تتفق هذه النتيجة مع معظم الدراسات التي أشار إليها الباحث في دراسته هذه ومنها دراسة ( Lian, 2006 ) ودراسة ( Khundrakpam, 2007 ) ودراسة ( Choudhri, 2001 ) ودراسة ( Leigh, Rossi, 2002 ) ودراسة ( Belaisch, 2003 ) .

ورغم أن هذه الدراسات لم تتفق على آلية الانتقال أو مقدار حدوث الأثر إلا أن هذه الدراسات اتفقت جميعها على حدوث انعكاس للتحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية على مؤشرات الأسعار المحلية في تلك البلدان .

وتتفق هذه النتائج مع النظرية الاقتصادية ( نظرية تعادل القوة الشرائية ) التي تفترض أن ازدياد حجم تجارة إلى دولة مع الدول الأخرى في ظل تذبذب أسعار الصرف الاسمية بين عملات الدول مع بعضها بعضاً يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار صرف العملات مقابل بعضها بعضاً ، وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار السلع المحلية أو السلع القابلة للتصدير ( tradable ) مما ينقل أثر هذا الارتفاع أو الانخفاض إلى الدول الأخرى .

وقد كان الهدف من اختبار هذه الفرضية في الأردن ( بافتراض أن الاقتصاد الأردني اقتصاد صغير ومفتوح ) هو معرفة مقدار الانعكاس وحدود تأثير العلاقة .

ولقياس حدود تأثير العلاقة فقد أظهر تحليل دالة الاستجابة إلى تأثير إيجابي ومباشر طيلة فترة الدراسة باستثناء الفترة الأولى والثانية بالنسبة لمؤشر أسعار المستهلكين ، واستقرار نسبي في الفترة الأولى والثانية مع اتجاه تنازلي حتى الفترة الخامسة ثم تصاعدي لبقية الفترات في مؤشر أسعار تجارة الجملة .

يعزو الباحث الاستقرار النسبي في الفترة الأولى والثانية من مؤشر أسعار المستهلكين إلى اتباع سياسات إدارية في تسعير السلع في تلك الفترات مما يعني حماية نسبية لمؤشرات المستهلكين من تلقي صدمات ارتفاع الأسعار الناتج عن تذبذبات أسعار الصرف الأجنبية .

وتفترض النظرية الاقتصادية أن جزءاً من الاستجابة المحدودة لمؤشر أسعار المستهلكين قد يرجع إلى توفر سلع بديلة للسلع المتاجر بها ، أو لانخفاض مستوى التوقعات في استمرار الكساد مما يعني بقاء سياسات التسعير ثابتة على طول سلسلة التسعير والتوزيع .

وهذا صحيح نسبياً في تلك الدول التي تمتلك مواد و سلع بديلة للسلع المتاجر بها بينما درجة الإحلال بين السلع المحلية والسلع الأجنبية في الأردن منخفض ، واستمرار الأوضاع السياسية المحيطة بالأردن ترفع مستويات التشاؤم وليس التفاؤل .

وتتفق هذه النتيجة مع دراسة ( Billmeier , Bonato, 2002 ) التي توصل فيها الباحث إلى أن تسعير الدولة لكثير من السلع قد أثر في انعكاس التحركات في أسعار الصرف على مؤشرات الأسعار في كرواتيا .

وكذلك كانت هذه الحماية سبباً في التأثير بصورة أكثر واقعية على مؤشر أسعار تجارة الجملة والذي تلقى بدوره الصدمات السعرية الناتجة عن تذبذب أسعار صرف العملات الأجنبية مما أدى إلى انخفاض هذه المؤشرات في الفترة الثانية وحتى الخامسة من الدراسة. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة ( Dwyer, Kent, Pease, 1993 ) والتي تفترض أن أسعار المستوردات تستجيب بشكل أسرع للتغير في أسعار الصرف في الدول النامية الصغيرة.

و دراسة ( Belaisch, 2003 ) والتي توصل الباحث فيها إلى أن مؤشر أسعار تجارة الجملة أكثر تأثراً واستجابة للتغيرات في أسعار الصرف .

أما الارتفاع الإيجابي في استجابة المؤشرات ، فيرجع إلى تبني الأردن مفهوم السوق وزيادة مقدار الانفتاح الاقتصادي وتحرير الأسواق .

ورغم أن التذبذبات في أسعار الصرف الاسمية الفعالة قد زادت في تلك الفترات إلا أن تحرير التجارة وتخفيض الجمارك على كثير من السلع المستوردة في الأردن قد امتص أثر الذبذبات الكبيرة في أسعار الصرف الاسمية تلك ، مما أدى إلى ارتفاع نسبي في استجابة مؤشر أسعار تجارة الجملة وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة ( Leigh, Rossi, 2002 ) . وقد ساعد ارتفاع مستويات التضخم في الأردن على زيادة القابلية لعكس التحركات في أسعار الصرف الاسمية على مؤشرات الأسعار في الأردن ، ويلاحظ هذا في تحليل الاستجابة لردة الفعل ، إذ يظهر هذا الأثر جلياً إما في الفترة الثالثة أو الرابعة وهي الفترة المرتبطة بانخفاض قيمة الدينار الأردني .

وتتفق هذه النتيجة مع دراسة ( Dwyer, Kent , Pease, 1993 ) والتي توصل فيها الباحثون إلى أن البيئة التضخمية ذات تأثير على انعكاس أسعار الصرف ودراسة (Choudhri, Hakura, 2001) والتي تفترض أن أثر انعكاس أسعار الصرف أكثر تأثيراً في الأنظمة التضخمية ودراسة ( Taylor, 2000 ) إلى تفترض أن الدول ذات مستويات التضخم المرتفع أكثر تأثراً بانعكاس أسعار الصرف .

ورغم أن بعض الدراسات أشارت إلى أن الفرق بين مؤشر أسعار المستوردات ومؤشر أسعار المستهلكين يدل على قدرة أطراف حلقة التوزيع على تحديد السعر كدراسة ( Faruqe, 2004 ) إلا أنه يجب توخي الحذر في تفسير هذه النتيجة في ضوء عدم الوضوح ، والقدرة على التمييز بين حلقات التوزيع ، وثانياً اتباع بعض المستوردين سياسة التوزيع المتواصل ( من المستوردين وحتى محلات التجزئة ) .

أما عن العوامل المؤثرة في ذبذبة أسعار الصرف الاسمية فقد وجد الباحث بعد تحليل مكونات التباين لعرض النقد والذي يمثل صدمة الطلب ان الخطأ بالتنبؤ في تباين هذا التغير يعزى بالدرجة الأولى إلى أسعار الصرف الاسمية وبنسبة (34%) في بداية المدة و (62%) في نهاية المدة .

وهذا يتفق مع نتائج دراسة ( Bhattacharya, 2003 ) التي وجدت فيها أن 50% من الصدمات في الأردن منشأها نقدي .

كذلك فإن تحليل مكونات التباين لأسعار النفط والتي تمثل صدمة العرض أن الخطأ بالتنبؤ في تباين هذا التغير تعزى إلى أسعار الصرف الاسمية وبنسبة (24%) في بداية الفترة و(27%) في نهاية الفترة وأن أسعار الصرف الاسمية هو المتغير الرئيس في تفسير الخطأ بالتنبؤ في تباين هذين المتغيرين .

ورغم أن الروابط الامامية والخلفية للنفط من أكبر الروابط بين القطاعات الاقتصادية ، إلا أن الباحث يعتقد أن التوقعات المتفائلة بشأن أسعار النفط معظم فترات الدراسة قلل من أثر انعكاس صدمة العرض على مؤشر أسعار المستهلكين ، والتوقعات المتفائلة كان مردها حصول الأردن على منح وامتيازات نفطية من دول مجاورة بحيث قلل من حجم تأثير هذا المتغير وكذلك كان لقيام الحكومة بتحمل جزء من فاتورة النفط كدعم للقطاعات الاقتصادية المختلفة حتى السنوات الأخيرة من الدراسة وسياسة تثبيت الدينار الأردني مقابل الدولار والتي أسهمت في تثبيت التحركات في أسعار النفط المسعرة بالدولار الأمريكي مقابل الدينار الأردني دوراً كبيراً في تخفيض انعكاس أسعار النفط على مؤشر أسعار المستهلكين .

وهذا يعني أن أسعار الصرف الاسمية أداة مهمة للتعامل مع صدمات الطلب والعرض في الاقتصاد الأردني .

وتتفق هذه النتيجة مع النتائج التي توصلت لها ( Bhattacharya, 2003 ) والتي تفترض أن صدمات الطلب في الاقتصاد تتطلب أداة مهمة كأسعار الصرف لمعالجتها ودراسة ( Khundrakpam, 2007 ) والذي يفترض أن الصدمات النقدية تتطلب إدارة أسعار الصرف كوسيلة مهمة لتقليل أثر الانعكاس .

ورغم أن هذه النتيجة تفترض وحسب النظرية الاقتصادية مرونة الأجور والأسعار في الاقتصاد ، إلا أن التركيز السلعي للمستوردات ( أسعار النفط ) يعزز من فرضية تأثير الذبذبات في أسعار الصرف الاسمية على انتقال تأثير متغير أسعار النفط على مؤشر الأسعار المحلية .

وهذا أيضاً يتفق مع دراسة ( Lian, 2006 ) التي توصلت فيها إلى أن زيادة حصة المستوردات تزيد من قابلية واستمرارية تحركات أسعار الصرف على مؤشرات الأسعار المحلية .

كما يلاحظ من النتائج التي توصل إليها الباحث اختلاف تفسير الخطأ بالتنبؤ بتباين المتغيرات يعزى أحياناً إلى اختلاف المتغيرات في فترات الدراسة .  
فيلاحظ أن اختلاف مستويات عرض النقد أدى إلى اختلاف تفسير تباين هذا المتغير ، بينما استقرار نسبة مستوردات أسعار النفط ساعد على استقرار نسبي لتفسير الخطأ بتباين هذا المتغير .

وهذا يعني أن تغيير تركيبة المتغيرات ( كالمستوردات وعرض النقد ) يؤدي إلى اختلاف تفسير الخطأ بالتباين المتغير .

وتتفق هذه النتيجة مع دراسة ( KhundraKpam, 2007 ) والتي توصل فيها إلى أن تغيير اتجاهات استيراد السلع باتجاه استيراد سلع معينة كالوقود والغذاء ساهم في زيادة انتقال التحركات في أسعار الصرف وفي مقدار تأثيرها .

بالإضافة إلى النتائج السابقة التي توصل إليها الباحث ، فإن هناك عوامل أخرى ساهمت في تعزيز فرضيات الدراسة وهي :

ارتفاع مستوى الودائع الأجنبية في الاقتصاد الأردني ، إذ يساهم ذلك في استجابة أكبر لمؤشرات الأسعار للذبذبات في أسعار الصرف وهذا يتفق مع نتائج دراسة ( Leigh, Rossi, 2002 ) والتي توصل فيها الباحثان إلى أن هناك أثراً سريعاً لانعكاس أسعار الصرف الاسمية في تركيا بسبب ارتفاع مستوى الدولار ( Dollarization ) ودراسة ( Bhattacharya, 2003 ) والتي توصلت فيها الباحثة إلى أن مستويات الدولار العالية تدفع بالعملة للذبذبة بشكل كبير ودراسة ( Billmeier, Bonato, 2002 ) والتي أثبتت فيها أثر ارتفاع مستويات الدولار على انتقال آثار أسعار الصرف على مؤشرات الأسعار المحلية .

كما ناقشت بعض الدراسات تأثير سياسة إدارة الاحتياطيات وإدارة الدين العام الخارجي على التقلبات في أسعار صرف العملة وبالتالي التقليل في انعكاس أثر هذه التقلبات على مستويات الأسعار المحلية كما في دراسة ( Hviding, Nowak, Ricci, 2004 ) .

ويرى الباحث أن السلطات النقدية نجحت وبشكل كبير منذ بداية التسعينيات من القرن الماضي في إدارة الاحتياطيات وإدارة الدين العام الخارجي لتحقيق الأهداف الاقتصادية وبالتالي ساهم ذلك في تقليل التقلبات في أسعار الصرف الاسمية .

مع الأخذ بعين الاعتبار أن معظم الاحتياطات والدين الخارجي كان بالدولار الأمريكي وأن الدينار الأردني ثبت أمام الدولار منذ نهاية العام 1995 مما ساهم فعلياً في استقرار نسبي في مستويات الأسعار .

كما توصل الباحثان ( Tahisn, Petri, 2006 ) إلى أن تأثير الحوالات والمنح على تذبذب أسعار الصرف الاسمية للعملة مقابل عملات التحويل وأن زيادة الحوالات يطابق أثر زيادة الودائع الأجنبية وارتفاع مستوى الدولار في الاقتصاد على مستويات الأسعار المحلية . كما ناقش الباحثان ( Leigh, Rossi, 2002 ) أثر ظاهرة احتكار القلة على انعكاس التحركات في أسعار الصرف الاسمية على مؤشرات الأسعار .

وبالرجوع إلى نتائج هذه الدراسة يرى الباحث أن تأثير هذه الظاهرة محدود ؛ لأن استجابة مؤشر أسعار تجارة الجملة كان أكبر من استجابة مؤشر أسعار المستهلكين والذي يعني ان المستوردين قاموا بامتصاص جزء من التحركات في أسعار الصرف على حساب هوامشهم الربحية ولم يستطيعوا نقل هذا الأثر إلى تجار التجزئة . وبالتالي فإن تجار الجملة لم يمتلكوا القوة الكافية لتشكيل احتكار القلة وبالتالي التحكم في الأسعار .

ويمكن تلخيص نتائج الدراسة كالاتي :

- وجود علاقة معنوية لأثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر أسعار تجارة الجملة ومؤشر أسعار المستهلكين .
- وجود علاقة بين صدمة الطلب وبين سرعة وحجم انتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشر أسعار تجارة الجملة ومؤشر أسعار المستهلكين .
- وجود علاقة بين صدمة العرض وبين سرعة وحجم انتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشر أسعار تجارة الجملة ومؤشر أسعار المستهلكين .

## 6-2 توصيات الدراسة

إن الاقتصاد الأردني اقتصاد مفتوح ويعتمد بدرجة كبيرة على العالم الخارجي وتنتهج الحكومة سياسة تتسم بحرية قابلية العملة للتحويل وحرية حركة رؤوس الأموال من وإلى الأردن مع سياسة صرف تتسم بالمحافظة على درجة عالية من الاستقرار في قيمة الدينار الأردني والحيلولة دون تعرض قيمته إلى التقلبات الشديدة .

بالإضافة إلى سعي الإدارة الاقتصادية إلى جذب الاستثمارات والاستفادة منها في الأسواق المالية والذي يتوقف نجاحه على تأمين الاستقرار في سعر صرف العملات الأجنبية. وفي ظل هذا التوجه ، لابد من تحرير كافة القيود المتعلقة بنظام النقد الأجنبي والمدفوعات الخارجية وتحرير هيكل أسعار الفائدة .

إلا أن ذلك يترافق عادة مع بعض الآثار السلبية التي لا تستطيع الاقتصادات المفتوحة وصغيرة الحجم السيطرة عليها أو تقليل أثارها ، كإنتقال أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية إلى مؤشرات الأسعار المحلية ، بحيث يشعر الأفراد والمنشآت على حد سواء بارتفاع أسعار بعض السلع المستوردة نتيجة هذه التحركات وبالتالي يزيد من مستويات التضخم الموجودة أصلاً .

من هنا كان لابد من ربط توصيات هذه الدراسة ونتائجها بطبيعة النظام الاقتصادي السائد في الأردن ، لأن الغاية من هذا النظام هو تحقيق أكبر قدر ممكن من استقرار سعر صرف الدينار الأردني مع متابعة نهج الانفتاح الاقتصادي .

وهذه التوصيات هي :

**أولاً :** ضرورة الاهتمام وبدرجة كافية بتحديد قنوات انتقال آثار أسعار الصرف إلى مؤشرات الأسعار المحلية ومحاولة السيطرة على هذه القنوات .

إما من خلال إيجاد بدائل ملائمة أو الوصول إلى بديل محلي يغطي الحاجات المتزايدة . وأخص بالذكر هنا انتقال آثار أسعار الصرف من خلال أسعار النفط التي تشكل الفاتورة الأكبر من حجم مستوردات الأردن وهذا يعني أن البحث عن البديل الأردني لن يخفف فقط من حجم فاتورة الاستيراد بل سيخفف من نمو التضخم المحلي الناتج عن هذه القناة .

**ثانياً :** رغم أن أسعار الصرف الاسمية للدينار الأردني ، والمثبت أمام الدولار الأمريكي ساهم في استقرار سعر صرف الدينار الأردني وساعد على امتصاص بعض الآثار الناتجة عن تقلبات العملات الأجنبية ، إلا أن الباحث يوصي باعتماد أنظمة صرف أقل تشدداً ، فهناك سلسلة من أنظمة الصرف والتي تتراوح بين الاتحادات النقدية ، مجلس العملة أنظمة الصرف

المتبته إلى عملة ارتكاز ، إلى أنظمة الصرف الزاحفة والمعدلة إلى عملة ارتكاز ، عملة مستهدفة أنظمة صرف مرنة مدارة إلى أنظمة صرف مرنة وحررة بالكامل .

وهذه السلسلة الطويلة من أنظمة الصرف جدرة بالاهتمام والدراسة خصوصاً بعد انخفاض قيمة الدولار الأمريكي في السنوات الأخيرة وارتفاع أسعار فاتورة المستوردات مقابل هذا الانخفاض .

**ثالثاً :** يوصي الباحث بإجراء دراسات أخرى ذات علاقة بموضوع أسعار الصرف وانعكاس التكركات فيها على مؤشرات الأسعار وخصوصاً إجراء دراسات حول أثر تثبيت الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي في حماية مؤشرات الأسعار المحلية من انعكاس التكركات في أسعار الصرف .

## المراجع References

### المراجع العربية :-

#### أ - الكتب

1. جودة ، محفوظ ، أساليب البحث العلمي في ميدان العلوم الإدارية ، ط1 دار زهران للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2007 .
2. شكري ، ماهر كنج ، و عوض مروان ، المالية الدولية ، العملات الاجنبية والمشتقات المالية، ط1 ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2004 .
3. الصادق ، على توفيق ، محمد حسني محمد ولطيفة نبيل عبد الوهاب ، سياسات وادارة أسعار الصرف في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي ، بدون طبعة ، أبو ظبي ، 1997.
4. طراد ، إسماعيل إبراهيم ، إدارة العملات الأجنبية ، بدون ناشر ، ط2 ، عمان ، 2005 .
5. علي ، عبد المنعم السيد والعيسى نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والاسواق المالية ، ط1 ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2004 .
6. عوض ، طالب ، التجارة الدولية نظريات وسياسيات ، الطبعة الأولى ، معهد الدراسات المصرفية ، الأردن ، 1995 .
7. النصر ، محمد محمود ، وشامية ، عبد الله محمد ، مبادئ الاقتصاد الجزئي ، بدون طبعة ، دار الأمل ، اربد ، الأردن ، 2005 .

#### ب - الرسائل الجامعية :

1. أبو الرب ، جهاد توفيق ، " مدى فعالية السياسة النقدية والائتمانية للبنك المركزي الأردني في مواجهة ازمت الاقتصاد الأردني وبرامج التصحيح الاقتصادي (1964- 2000 ) " ، رسالة دكتوراه ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، 2003 .
2. جرادات ، فريد سالم ، " الانفتاح الاقتصادي الأردني وأثره على فاعلية السياسات المالية والنقدية " ، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، 1997 .
3. طلفاح ، احمد علي عبد الله ، " اثر سعر صرف الدينار على الميزان التجاري الأردني " ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك ، الاردن ، 1994 .

4. عبد الخالق شذى يوسف ، " تحرير حساب رأس المال وأثره في ميزان المدفوعات " ، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، 2000 .
5. العلي ، عادل محمد علي ، " اثر سعر صرف الدينار الأردني على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الأردن " ، رسالة ماجستير ، الجامعة الاردنية ، 1997 .
6. قادوس ، مقداد عبدالجبار حامد ، " اختيار نظام الصرف الامثل للدينار الأردني ( 1978 - 1997 ) " ، رسالة ماجستير ، جامعة آل البيت ، الأردن 1999 .
7. المجالي ، احمد عبد القادر ، " أثر الائتمان المصرفي على النشاط الاقتصادي الأردني : نموذج VAR خلال الفترة ( 01970 - 2000 ) " ، رسالة ماجستير ، جامعة مؤتة ، 2003 .
8. النجدوي ، اروى خالد احمد ، " تحليل اثر المتغيرات النقدية على ميزان المدفوعات الأردني " ، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، 1992 .
9. الهنداوي ، حاتم فاعور قاسم ، " ميكانيكية انتقال الأثر النقدي في الاقتصاد الأردني " ، رسالة ماجستير ، الجامعة الأردنية ، 2000 .

#### ج- المقالات والدراسات والمحاضرات :

1. حماد ، خليل ، ومشعل ، زكيه ، تأثير انكشاف الاقتصاديات العربية للخارج على السياسات الاقتصادية الداخلية ، مجلة ابحاث اليرموك ، مجلد 2 ، عدد 2 ، 1986 م .
2. دوتاغوبتا ، روبا ، فرناندير غيلدا ، كاركا داغ وسيم ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف ، ومتى ، وبأي سرعة ، قضايا اقتصادية ، صندوق النقد الدولي الولايات المتحدة الامريكية 2006 .
3. طوقان ، امية ، توجيهات السياسة النقدية لعام 2003 ودور الجهاز المصرفي الأردني ، محاضرة : جمعية البنوك الأردنية ، عمان ، 2003/3/11 .
4. فريز ، زياد ، السياسة النقدية والمصرفية في إطار المستجدات الاقتصادية ، محاضرة : جمعية البنوك الأردنية ، عمان 1999/11/20 .

## Foreign References

### A) Book

1. \_\_\_\_\_, Banking and Finance Terminology , American Bankers Association , 4<sup>th</sup> ed , USA, 1999 .
2. Bishop Paul, Dixon Don , Foreign Exchange Handbook , managing risk and opportunity in global currency market. 1<sup>st</sup> ed, McGraw – Hill , USA, 1992 .
3. Bodi, Zvi, Kane Alex, and Marcus, Alan J., Essentials of Investments, 5<sup>th</sup> ed, McGraw – Hill , USA, 2003 .
4. Bradley , Michael ,Microeconomics , 2<sup>nd</sup> ed , Scott, Foresman and company, USA , 1985 .
5. Burton Maureen, Lombra Ray, The Financial System and the Economy, 4<sup>th</sup> ed., Thomson South - western, USA , 2006 .
6. Campbell John y, W. Lo Andrew, Mackinlay A.lan Craig, The Econometrics of Fncial Markets, 2<sup>nd</sup> ed, Princeton University Press, USA ,1997 .
7. Eiteman David K., Stonehill Arthur I, and Moffet Michael H., Multinational Business Finance , 10<sup>th</sup> ed., Pearson Addison Wesley , USA, 2004 .
8. Hinkle, Lawrence E, and Peter J. Montiel, 1999 “Exchange Rate Misalignment : Concepts and Measurement for Developing Countries “ Oxford Unv. Press .
9. Madura Jeff, International Corporate Finance , 8<sup>th</sup> ed., Thomson South-western, USA , 2006 .
10. McClave James T, Benson P. Geoge, Statistics for Business and Economics, Dellen Publishing Company ,4<sup>th</sup> ed, USA, 1988 .
11. Mishkin, Frederic S, The Economics of Money Banking and Financial Markets, 5<sup>th</sup> ed., addison wesiey, USA, 1997 .
12. Mishkin, Frederic S. Stanley G Eakins, Financial Markets and Institutions, 5<sup>th</sup> ed., addison wesley, USA, 2006 .

13. Pilbeam Keith , Exchange Rate Management : Theory and Evidence , 1<sup>st</sup> ed , macmillan Academic and professional Ltd , London, 1991.
14. Rose Peter S., Money and Capital Markets, 7<sup>nd</sup> ed, Irwin McGraw – Hill, USA, 2000 .
15. Shapiro, Alan C ., Foundations of Multinational Financial Management , 2<sup>nd</sup> ed, Allyn and Bacon , USA , 1994 .
16. Walter, Enderi, Applied Econometric Time Series , 2<sup>nd</sup> ed, Wiley , 2004.

**B) Working Papers :**

1. Belaisch Agnes, " Exchange Rate Pass – Through in Brazil " , Working Paper, No 03/141, IMF , Western Hemisphere Department , USA, 2003.
2. Bhattacharya Rina," Exchange Rate Regime considerations for Jordan and Lebanon", Working Paper, No 03/137, IMF, Middle Eastern Department, USA , 2003 .
3. Billmeier, A. and Bonato L. " Exchange Rate Pass- Through and Monterey Policy in Croatia " , Working Paper, No 02/109, IMF European Department, USA , 2002
4. Choudhri, E. V., and Hakura D. S., " Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices : Dose the Inflationary Environment Matter? " , Working Paper, No 01 / 194 , IMF , IMF Institute, No.01 / 194,s USA , 2001 .
5. Dwyer, J., Kent C. and Pease, A, “ Exchange Rate Pass – Through : The Different Responses of Importers and Exporters “ , Research Discussion Paper, No 9304 Economic Reserch Departement , Reserve Bank of Australia, May 1993 .
6. Faruqee, Hamid, " Exchange Rate Pass – Through in the Euro Area : The Role of Asymmetric Pricing Behavior " , Working Paper, No 04/14 , International Monetary Fund, European Department, USA, 2004 .

7. Faruquee, Hamid, " Exchange Rate Pass – Through in the Euro Area : The Role of Asymmetric Pricing Behavior " , Working Paper, No 04/14 , International Monetary Fund, European Department, USA, 2004 .
8. Frankel , Parsley and Shang – Jin wei, “ Slow Pass – Through Around the World : A new Import for Developing Countries”, NBER Working Paper, No 11199, 2005 .
9. Fung, B. S C , " AVAR Analysis of the Effects Monetary Policy in East Asia " , Working Paper, No 119, BIS publication, Switzerland , 2002 .
10. Gagnon , J E and Ihrig, J “ Montary Policy and Exchange Rate Pass – Through , “ Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper no 704 , 2004 .
11. Gertler, M., Gikhrist, S, and Natalucci, F, " External Constrainers on Monetary Policy and the Financial Accelerator " , Working Paper, No139, BIS publication, Switzerland , 2003.
12. Gold, F, I and Werlang , S.R.C., “ The Pass – Through from Depreciafion to Inflation : A Panel Study “ Banco Central de Brasil, Working Paper, No 5 , 2003 .
13. Guerorguiev, Nikolay, " Exchange Rate Pass – Through in Romania" , Working Paper, No 03/130 IMF , European Department , USA , 2003 .
14. Hooper, P. and Mann C.L., “ Exchange Rate Pass – Through in the 1980s : The Case of U.S Imports of Manufactures “, Brooking Papers on Economic Activity, 1989 .
15. Hviding, K., Nowak, M., and Ricci Luca Antonio," Can Higher Reserves Help Reduce Exchange Rate Volatility ?" Working Paper, No 04/189, IMF, Research Department , USA , 2004 .
16. Khundratpam Jeevan Kumar, " Economic Reforms and Exchange Rate Pass – Through to Domestic Prices in India " , Working Paper, No 225 BIS press and communications, Switzerland, 2007 .
17. Leigh Danial and Rossi Marco, " Exchange Rate Pass – Through in Turkey " , Working Paper, No 62/204 , IMF, European 1 department , USA, 2002 .

18. Lian An, " Exchange Rate Pass – Through : Evidence Based on Vector Autoregression with Sign Restrictions " MPRA publication , 2006 .
19. McCarthy, J., " Pass-Through of Exchange Rate and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies " , Federal Reserve Bank of New York, USA , 2000 .
20. Papaioannou Michael, " Exchange Rate Regime Measurement and Management : Issues and Approaches for Firms " , Working Paper, No 06/255 , IMF ,USA , 2006 .
21. Pollard, PS and Coughlin CC, " Size Matters : Asymmetric Exchange Rate Pass – Through at the Industry level, " FRB, Working Paper ,series 2003 – 029 c , The Federal Reserve Bank of St Louis, 2004 .
22. Sahay, R and Carlos A.V , 1996, " Dollarization in transition economic : evidence and policy implications , " in Paul Mizen and Eric J. Pentecost, eds, *The Macroeconomics of International Currencies : Theory , Policy and Evidence* Brook Field, USA.
23. Sedik Tahsin Saadi- and Petri Martin, " To Smooth or Not Smooth – The Impact of Grants and Remittances on the Equilibrium Real Exchange Rate in Jordan " , Working Paper, No 06/257, IMF, Middle East and Central Asia Department , USA , 2006 .

### **C) Articles**

1. Compa, J.M, Goldberg, L.S.,” Exchange Rate pass – through in to Import Prices , “ The Review of Economics and Statistics , 2005 .
2. Corden W.Mx and J.P Neary , “ Booming Sector and De- industrialisation in Small Open Economy .” The Economic Journal Vol. 92 ( December ) , 1989,pp 829 – 831
3. Munn, Catherine L., " Prices, Profit Margins, and Exchange Rates " , Federal Reserve Bulletin , USA, 1986 .
4. Taylor, J.B, “ Low Inflation Pass – Through , and Pricing Power of Firms, “ European Economic Review, 2000 .

5. Yang J.W , “ Pricing – to – Markets in U.S Imports and Exports : A Time – Series and cross – Sectional study, “ The Quarterly Review of Economics and Finance , 1998 .

**D) Symposium and Conferences :-**

1- Ball Laurance , " Monetary Policy Rules " , Symposium by National Bureau of Economic Research, edited by John B. Taylor, Chicago Univ., 1999 .

2- Mariano Robert S, Villanueva Delano P., "Monetary Policy Approaches and Implementation in Asia , the Philippines and Indonesia", BIS Conference , Hong Kong 21-22 Nov, 2005 .

**النشرات والتقارير :**

- 1- البنك المركزي الأردني ، عدد خاص ، دائرة الابحاث ، 2004 .
- 2- البنك المركزي الأردني ، النشرة الشهرية عدد 3 مجلد 4 ، دائرة الابحاث ، آذار ، 2004 .
- 3- صندوق النقد الدولي ، أفاق الاقتصاد العالمي ، واشنطن ، تشرين أول ، 1997 .

# الملاحق